

迫るベネズエラのデフォルト危機

米制裁の影響と中国・ロシアの金融支援の持続性

欧米調査部上席主任エコノミスト

西川 珠子

03-3591-1310

tamako.nishikawa@mizuho-ri.co.jp

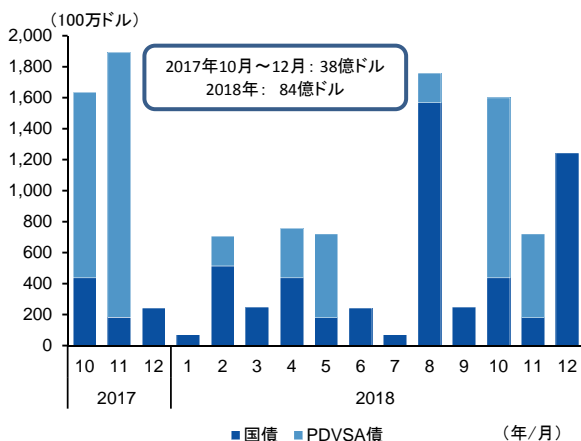
- ベネズエラは10月以降、対外債務返済の山場を迎える。マデュロ政権の強権化に対する米国の経済制裁強化により、新規の資金調達手段が制限され、デフォルト回避のための債券交換は今後困難に。
- 中国・ロシアによる金融支援の持続性が、ベネズエラの資金繰りの命綱。両国は、資源権益確保や反米左派政権維持の政治的な意義等の観点から、支援継続の是非を判断していくものとみられる。
- デフォルトした場合、国際金融市場におけるベネズエラの存在感は小さく、スピルオーバーリスクは限定的とみられるが、現体制が維持される限り債務再編のオプションは限られる。

1. 迫るベネズエラのデフォルト危機

ベネズエラは、対外債務のデフォルト（債務不履行）の危機に瀕している。ベネズエラ国債と国営石油会社PDVSA債は、10月以降2017年内に約38億ドルの返済（ドル建て債、元利払い合計）を控える¹（図表1）。ベネズエラはデフォルトを回避することができるのか、市場の関心が高まっている。

ベネズエラの外貨準備は、主な外貨調達手段である原油の価格下落・生産量の減少や、対外債務の返済により急減しており、2009年の400億ドルを超える水準から、足元では1996年以来となる100億ドル割れまで落ち込んでいる（9月末時点99億ドル）（図表2）。仮に2017年の返済を乗り切ることができたとしても、2018年にも80億ドル超の返済が控えており、近い将来のデフォルトは避けられないとの見方は根強い。信用リスクを示すCDSプレミアムは、2016年2月の原油価格急落時よりは低水準だ

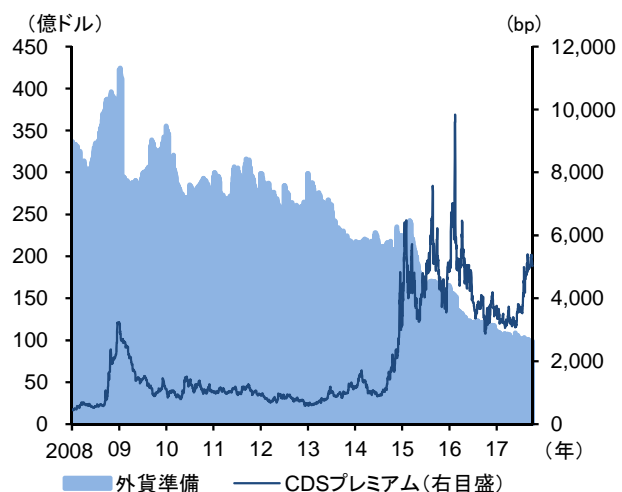
図表1 国債・PDVSA債の元利返済額



(注) ドル建て債の元本・金利返済額。

(資料) Bloomberg

図表2 外貨準備・CDSプレミアム



(資料) Bloomberg

が、デフォルト警戒感から2017年に入り急上昇している。

ベネズエラのデフォルト懸念は、原油安が進行した2015年以降、幾度となく取りざたされてきた。デフォルトによる石油関連資産等の差し押さえや、IMF（国際通貨基金）等による経済政策への介入を回避したいマデュロ政権は、外貨温存のために輸入制限をしつつ対外債務返済を最優先し、債券交換（スワップ）や中国・ロシアからの資金調達等でデフォルトを回避してきた。

マデュロ政権の強権化に対し、米政府が経済制裁を強化したことで、ベネズエラの資金調達は大きな制約を受けることになっており、中国・ロシアからの金融支援が、これまで以上にベネズエラの資金繰りの命綱を握ることになると考えられる。

2. 米政府による経済制裁の影響

（1）マデュロ政権の強権化と米国による経済制裁の強化

マデュロ大統領は、2017年に入り強権化を進めている。2015年12月の国民議会選挙で野党連合が勝利を収めて以降、政府と野党の対立が先鋭化してきたが、2017年3月に最高裁が国民議会の立法権無効化を発表（後に撤回）したことを契機に、大規模な反政府デモが発生し、政情は一段と緊迫化した。マデュロ大統領は5月に憲法改正を目的とした制憲議会を招集する方針を表明、野党や国際社会の反発にも関わらず、一方的に制憲議会選挙を7月に実施した。野党は選挙に参加しなかったため、与党勢力が全545議席を獲得し、制憲議会は8月に国民議会の立法権を剥奪した。

米政府は、オバマ政権下の大統領令（2015年3月）に基づき、人権侵害等を理由にベネズエラ要人に対して米国内の資産凍結や米国との事業禁止、入国制限等の経済制裁を実施しており、マデュロ政権の強権化に対して段階的に経済制裁を強化している。米政府の強いけん制にも関わらず制憲議会選挙が実施されたことを受けて、米政府はマデュロ大統領を制裁対象に追加（国家元首に対する経済制裁としては4人目）した。さらに、制憲議会による国民議会の立法権剥奪後の8月24日には大統領令²を公布し、ベネズエラの資金調達を広範に制限する経済制裁に踏み込んでいる。9月には8カ国を対象とする入国制限を実施する大統領令で、ベネズエラ政府関係者を対象に追加した。

（2）米大統領令による広範な資金調達の制限

8月24日の米大統領令は、ベネズエラ政府およびPDVSA等の政府関係機関の資金調達を広範に制限する内容となっている。具体的には、米国民による、あるいは米国内での、PDVSAの新規の負債（満期90日超の債券・貸出等）や、ベネズエラ政府（関係機関を含む）の新規の負債（満期30日超の債券・貸出等）および株主資本に関わる取引が禁止された（図表3）。制裁対象には、大統領令の発効（8月25日）以前に発行された既発債の取引禁止や、ベネズエラ政府が直接・間接に所有する企業の配当金等の送金禁止も含まれる。ただし、これらの措置には例外が認められており、PDVSAの米子会社CITGO³のみが関与する取引や、既発債のうち特定銘柄、農産品や医薬品等の人道支援物資に関する新規の負債等は、禁止の対象外となっている。ムニューシン財務長官は記者会見（8月25日）で「石油の輸出入を含む大半の商取引に関する資金供与」も対象外であると言明している。

米国が関与する新規の資金調達が広範に制限されたことで、ベネズエラがデフォルト回避のために行う債券交換や、デフォルトした場合の債務再編は難しくなったと考えられる。マデュロ大統領は、ベネズエラの公的債券保有者の約62%が米国の投資家、12%は英国の投資家であると発言しており、

米国の投資家が最大の保有者となっているとみられる⁴。PDVSAは2016年10月、2017年に償還を迎える既発債の一部を2020年満期の新発債と交換する債券交換（スワップ）を実施⁵し、2017年の返済負担を軽減している。今後は、米国の投資家は、国債やPDVSA債の新発債（大統領令に規定された短期債を除く）等の取引を禁じられることから、債券交換に原則応じられなくなる。仮にデフォルトした場合も、アルゼンチンで実施されたような債券交換による債務再編（2001年にデフォルト、2005年・2010年に再編）は難しくなると考えられる。米州17カ国外相会合は制憲会議を違法として認めないとしており（8月8日リマ宣言）、正統性に疑問のある制憲議会のもとで発行される新発債への投資には、法的な問題とともにレピュテーション・リスクもあり、米国以外の投資家も慎重になると考えられる。

今回の米政府の経済制裁発動がデフォルトの引き金になるのかについては、見方が分かれる。格付け会社フィッチは、制裁により資金調達のオプションは一段と少なくなったとし、外貨建て長期債格付けをCCCからCC（一定のデフォルトが起こる蓋然性が高い）へ引き下げており（8月30日）⁶、格下げにより資金調達の条件はさらに厳しくなっている。マデュロ大統領は、制裁はベネズエラをデフォルトに追い込むことを意図していると非難しており、市場にもデフォルトの可能性が一段と高まったとの見方がある。一方、デフォルトを契機に政権交代を求める圧力が一気に高まる可能性があるため、マデュロ政権はなんとしてもデフォルトを回避するとみる向きもある。

（3）米政府による追加制裁の可能性

米政府は、マデュロ政権が一段と強権化すれば、追加的な経済制裁を辞さないとしている。2018年内に実施予定の大統領選挙が延期される等の動きが、追加的な制裁の引き金になる可能性がある。注目点は、石油取引に直接関係する制裁措置が発動されるか否かだ。米政府は、ベネズエラによる米国からの軽質油の輸入禁止、石油関連事業者の事業活動制限、ベネズエラ産原油の対米輸出禁止、等の措置を検討する可能性が報じられている。

しかし、対米輸出禁止のような制裁措置は、当面は温存されると考えられる。ベネズエラ産原油の対米輸出は、輸出全体の4割弱を占めており、生産能力や輸出入を直接的に制限する措置は、外貨収入途絶によりデフォルト確率を高め、ベネズエラ国民の困窮をさらに深刻化させることになりかねない。米国にとっても、ベネズエラは第3位の原油輸入元（カナダ、サウジアラビアに次ぐ、2016年輸入額の約9%）であり、対米輸出禁止による米国内のガソリン価格上昇等の悪影響が懸念される。

図表3 米大統領令（2017年8月24日）による経済制裁

項目	概要
資金調達への関与禁止	PDVSAの新規の負債（満期90日超の債券・貸出等）に関わる取引の禁止
	ベネズエラ政府の新規の負債（満期30日超の債券・貸出等）および株主資本に関わる取引の禁止
	ベネズエラ政府が8月25日以前に発行した債券に関わる取引の禁止
	直接・間接の証券購入禁止（PDVSA（満期90日以下）、ベネズエラ政府（同30日以下）は除く）
配当金等の送金禁止	ベネズエラ政府が直接・間接に所有する企業による配当金・利益分配の送金禁止
例外規定	30日間の移行期間（9月24日まで）
	PDVSAの米子会社CITGOのみが関与する取引
	ベネズエラ政府の既発債のうち、特定銘柄の取引
	農産品・医薬品等の人道支援物資に関わる新規の負債取引

（資料） ホワイトハウス、米財務省資料より、みずほ総合研究所作成

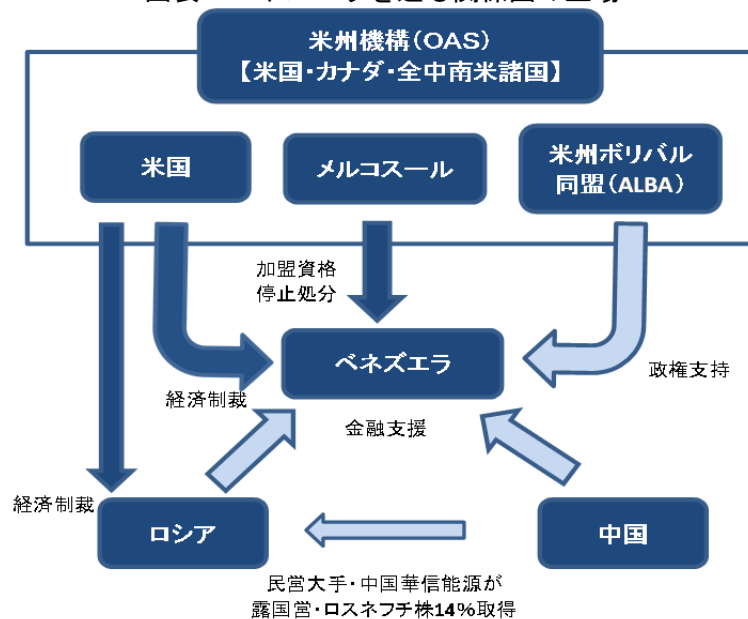
3. 中国・ロシアによる金融支援の持続性

外貨準備が枯渇し、対外債務の返済に窮するベネズエラは近年、中国やロシアからの資金調達への依存度を高めてきた。2016年以降、外貨準備の減少ペースが緩やかになっている（図表2）のは、中国やロシアからの資金調達によって得た資金を国債・PDVSA債の元利払いに充当してきたためとみられる。マデュロ政権の強権化により、ベネズエラは米州機構（OAS）から脱退し、メルコスール（南米南部共同市場）の加盟資格も無期限停止となり、左派政権で構成される米州ポリバル同盟加盟国など一部を除き、中南米域内では孤立しつつある（図表4）。中国・ロシア政府が米経済制裁を非難したことにベネズエラの制憲議会は謝意を表明しており、中国・ロシアの金融支援の持続性が、これまで以上にベネズエラの資金繰りの命綱を握ることになると考えられる。中期的な資源権益確保の必要性や、反米左派のマデュロ現体制を支える政治的な意義と、対ベネズエラ債権の不良債権化による自国への影響を比較衡量しつつ、両国は金融支援継続の是非を判断していくとみられる。

（1）資源権益確保の観点から支援を継続する中国

中国は、国内エネルギー需要に対応するための資源権益確保の観点から、中南米、とりわけ世界最大の原油埋蔵量を有するベネズエラへの関与を強めてきた。両国は2007年11月に「中国ベネズエラ共同基金」を設立し、中国はその後共同基金への資金供給を増額・更新してきた。米シンクタンク Inter-American Dialogueによると⁷、中国国家開発銀行（CDB）および中国輸出入銀行による2007年以降2016年までのベネズエラ向け貸出実行額は、累計622億ドル（うち550億ドルがエネルギー関連）に達するとされる。このうち、共同基金に関するものが503億ドル（更新分を除くと333億ドル）と大半を占める。ベネズエラは、同期間に実施された中国による中南米向け貸出実行額の44%を占める最大の貸出先となっている（図表5）。

図表4 ベネズエラを巡る関係国の立場



（注）濃紺の矢印は敵対関係、水色の矢印は協力・支援関係を示す。

メルコスール：ブラジル、アルゼンチン、ウルグアイ、パラグアイ

米州ポリバル同盟：ベネズエラ、エクアドル、キューバ、ボリビア、ニカラグア、ドミニカ等8カ国

（資料）各種報道等より、みずほ総合研究所作成

ベネズエラの国内政治・経済情勢の混迷が深まるにつれ、金融支援の拡大に対して中国国内でも警戒感が高まりつつあるとされる。中国によるベネズエラ向け貸出の返済は、原油による代物弁済となっているが、油価下落により返済条件見直しを余儀なくされている。2016年は、PDVSAと中国石油天然気集団（CNPC）のジョイントベンチャー（J/V）へのCDBによる資金供給が行われたが、貸出実行額は2008年以来8年ぶりの低水準（22億ドル）となった。

2017年に入ってから、中国の関与は継続しているようだ。ベネズエラ政府は6月、石油開発関連で42.5億ドルの中国政府による支援で合意したと発表している⁸。また、ベネズエラ政府は、8月に国債・PDVSA債の債券交換のための基金設立を中国と協議していると報じられるなど⁹、デフォルト回避のために中国の支援継続を求めている。

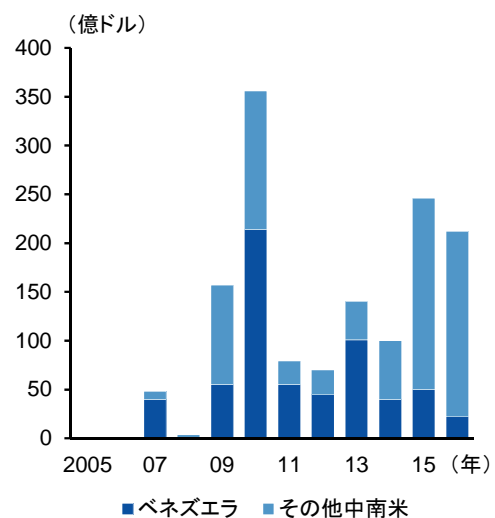
（2）ロシアによる支援は米経済制裁への対抗という政治的な思惑も

ロシアは、チャベス前政権時代からベネズエラでの石油開発を進めており、近年はPDVSAからロシア国営石油会社ロスネフチへの原油・石油製品輸出の前払い金という形で、金融支援を強化している。制憲会議の発足により国際社会からベネズエラが孤立するなかでも、ロシア政府はベネズエラへの支援を継続する意向を示している。ロシアは、2014年のウクライナ問題を契機に米国の経済制裁対象となっており、資源権益確保の観点というよりも、米経済制裁への対抗という政治的な思惑がベネズエラへの関与強化の背景にあるとみられる。

ブルームバーグによれば、ロスネフチは輸出前払い金として2014年以降、60億ドルをベネズエラに資金供与しているとされる。欧米石油メジャーが相次いで事業縮小を発表するなか、ロスネフチは8月にも石油開発での協力を改めて表明、当面は輸出前払金を支払う予定はないが、方針は変わりうるとしている¹⁰。ロシア政府は、2011年にベネズエラ政府に対し軍事費用として40億ドルを融資し、2016年9月の債務再編により対ロシア政府向け債務は28.4億ドルに調整されたものの、2017年に入り返済が滞っていたとされる¹¹。シルアノフ露財務相は、ベネズエラからの債務再編の申し入れを受け入れる

図表5 中国によるベネズエラ向け貸出

日付	分野	目的	貸し手	億ドル
2007年11月	エネルギー	共同基金(トランジェA)	CDB	40
2009年4月	エネルギー	共同基金(トランジェB)	CDB	40
2009年12月	鉱業	プロジェクト信用	CDB	10
2009年12月	エネルギー	明記なし	Ex-Im Bank	5
2010年5月	その他	貿易関連信用枠	CDB・ホルガルBES	11
2010年8月	エネルギー	共同基金(長期ファンディ)	CDB	203
2011年6月	エネルギー	共同基金(トランジェA更新)	CDB	40
2011年11月	エネルギー	Abreu e Lima製油所	CDB	15
2012年2月	エネルギー	石油製品購入	CDB	5
2012年8月	エネルギー	共同基金(トランジェB更新)	CDB	40
2013年6月	エネルギー	オリノ油田生産	CDB	40
2013年9月	鉱業	Las Cristinas 金鉱山	CDB	7
2013年9月	インフラ	Pequiven 海上ターミナル	Ex-Im Bank	4
2013年11月	エネルギー	共同基金(トランジェC)	CDB	50
2014年7月	インフラ	共同基金(トランジェA更新)	Ex-Im Bank	40
2015年4月	エネルギー	共同基金(トランジェB更新)	CDB	50
2016年11月	エネルギー	石油開発	CDB	22
2007-16年合計				622



(注) 中国による貸出実行額。CDBは中国国家開発銀行、EX-Im Bankは中国輸出入銀行。

(資料) Inter-American Dialogue より、みずほ総合研究所作成

方針を示している。

なお、ロシアのベネズエラ関与に関しては、米議会が神経をとがらせている。ロスネフチは、輸出前払い金の担保としてPDVSAの米子会社CITGO株式49.9%を保有している。ロスネフチがPDVSAの社債スワップに応じた投資家から社債を買い入れることで株式の過半を担保として所有し、PDVSAがデフォルトした場合にロスネフチがCITGOの経営権を握る可能性があることに対し、米議会では警戒感が広がっている。米国内で製油所・パイプラインを運営するCITGOをロスネフチが経営支配することは、エネルギー安全保障上、重大な脅威になるとして、対米外国投資委員会（CFIUS）の監視対象とするよう財務省に勧告する書簡が提出されている。ロスネフチは米国の経済制裁対象となっており、PDVSAがデフォルトした場合でもロスネフチによるCITGO経営権取得は困難との見方もある。PDVSAがデフォルトした場合には、CITGOを巡る米露対立が先鋭化する可能性がある。

4. デフォルトによるスピルオーバーリスクは限定的も、債務再編の行方は不透明

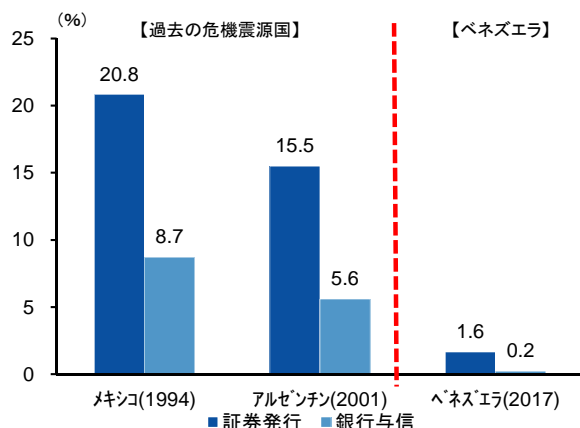
中国・ロシアの金融支援により、短期的にはデフォルトを回避できたとしても、2018年に80億ドル超、2019年以降も年間100億ドル規模の国債・PDVSA債の元利返済が控えている。米経済制裁により新規の資金調達に制限される状況が続けば、数年内にデフォルトが発生する可能性は否定できない。

ベネズエラがデフォルトした場合、かつての中南米債務危機のような形で国際金融市場に影響が波及するリスクは限定的であると考えられる。ベネズエラが抱える問題は、原油価格の下落のみならず、強権化する左派政権の経済失政に起因するところが大きく、他の中南米主要国とは事情が異なる。また、IMFのレンハック西半球局次長は、移民への影響等を除くと、貿易・金融面での周辺国との結びつきは弱いため、ベネズエラの危機がスピルオーバーするリスクは、限定的であるとの見解を示している¹²。

ベネズエラがデフォルトした場合の、国際証券発行、国際銀行与信の収縮等を通じた影響は限定的であると考えられる。ベネズエラの国際金融市場における存在感は、かつて危機の引き金となったメキシコやアルゼンチンに比べ小さい。国際証券発行に占めるベネズエラのシェアは1.6%、ベネズエラ向けの国際銀行与信シェアは0.2%にとどまる（図表6）。ベネズエラ向け国際銀行与信残高は、原油価格の下落とともに大幅に減少しており（2017年3月末時点121億ドル¹³）（図表7）、欧米主要国の金融機関はベネズエラ向け与信を圧縮している。

他方で、国際銀行与信統計の報告国に含まれない中国・ロシアは金融支援を拡大しており、対ベネズエラ債権の不良債権化による影響には注意が必要だ。また、投資ファンドへの影響等を考えると、デフォルトした場合の債務再編プロセスが見通しにくい点も、不安材料となる。債務再編プロセスは、体制転換が起こるかどうかに大きく変わると考えられる。デフォルト後に民主的な体制に移行すれば、米国の経済制裁を解除し債務再編のオプションが増える可能性がある。他方、現体制が維持される限り、債務再編プロセスは難航する可能性が高い。ブルームバーグによれば1992年以降に世界で発生したデフォルトに伴う政権交代は、デフォルト事案全体の15%足らずであるとされる¹⁴。デフォルト後もマデュロ体制が続き、米国による経済制裁が解除されない場合は、債務再編のオプションは限られる。経済政策への介入を回避すべく、2005年以降IMFの審査に応じてこなかったベネズエラ政府が、積極的にIMF等国際金融機関の支援を要請するのも不透明だ。

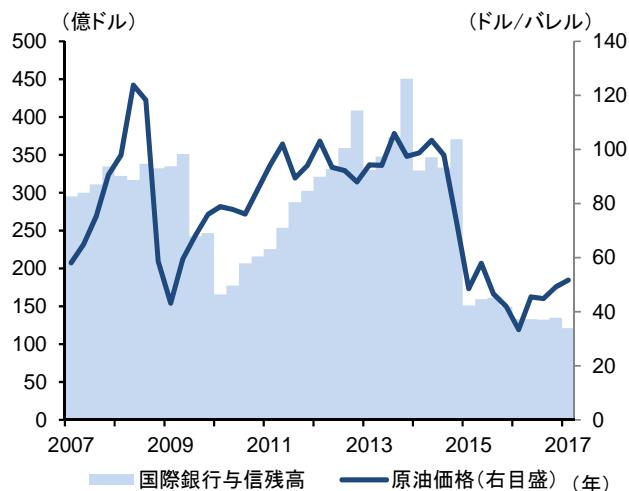
図表6 危機震源国の証券発行・銀行与信



(注) 証券発行は、国際資本市場における新興国の発行額に占めるシェア。銀行与信は、新興国向け国際銀行与信残高に占めるシェア。()は年、12月末時点。2017年の証券発行は6月末、銀行与信は3月末。

(資料) 国際決済銀行 (BIS)

図表7 ベネズエラ向け銀行与信



(注) 国際銀行与信残高は、所在地ベース。

(資料) 国際決済銀行 (BIS)

¹ PDVSA 債の支払いに関し、10月27日8.42億ドル、11月2日11億ドルについては、支払い猶予期間が設定されていないため、デフォルト懸念が根強い。“Wall Street Sees ‘Existential Crisis’ as Venezuela Payday Looms,” Oct 3, 2017

² “Imposing Additional Sanctions with Respect to the Situation in Venezuela,” Executive Order of August 24, 2017

³ CITGO は、米国内で3つの製油所、24州を経由するターミナル、パイプラインを運営している。

⁴ 「米が追加制裁、政府は中国やロシアとの緊密化を示唆」日本貿易振興機構『通商弘報』2017年9月15日

⁵ 新社債の担保として、CITGO 株式の50.1%が設定されている。

⁶ S & P は、7月11日に外貨建て長期債格付けをCCCからCCC-へ引き下げ。ムーディーズは2015年1月以降、外貨建て長期債格付けをCa3で据え置いているが、米制裁を受け今後数カ月間にPDVSAのクレジット・イベントが発生する可能性が高まったと指摘している。

⁷ Gallagher, Kevin P. and Margaret Myers (2016) “China-Latin America Finance Database,” Washington: Inter-American Dialogue

⁸ 「ベネズエラの最新動向 (5~6月)」国際協力銀行、ニューヨーク駐在員事務所、2017年6月23日

⁹ “Venezuela y China negocian fondo para recomprar deuda de la República y de Pdvsa,” El Estímulo, 24/08/2017

¹⁰ “Rosneft Not Planning More Advance Payments to Venezuela’s PDVSA,” Bloomberg, August 9, 2017

¹¹ “Venezuela Misses Payments on Russian Debt Renegotiated in 2016,” Bloomberg, June 7, 2017

¹² “Transcript of Western Hemisphere Department Press Briefing,” IMF, April 21, 2017

¹³ 「与信の最終的なリスクがどこに所在するのか」を基準に、信用リスクの移転を勘案した「最終リスクベース」では41億ドル。

¹⁴ “Wall Street Bet on Maduro’s Exit Ignores Centuries of Survival,” Bloomberg, September 29, 2017

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。