



Q&A: ベネズエラの危機

エマージング債チームのシニア・ソブリン・ストラテジストであるグラハム・ストックが、ベネズエラの政治・経済環境、今後の見通しに関して頻繁に寄せられるご質問にお答えします。

なぜ米国はベネズエラへの制裁を強化しているのですか？

ベネズエラの「チャベス派政権（多くがチャベス前大統領の信奉者であるためそう呼ばれています）」は、民主主義及び反政府派の双方に対する軍事的制圧を強化させました。2016年には、最高裁及び政治的権力を掌握し、野党が多数を占める議会を無視するとともに、結果的にマドゥロ大統領を解任させると見られた反対勢力による国民投票の撤回要求を抑圧しました。今年に入り、政権は議会の権限を永久的に無効化し、7月30日には国会を上回る権限を有する制憲議会を招集することにより、事実上一党支配を法制化する姿勢を打ち出しています。

制憲議会は何をするところですか？

ベネズエラの制憲議会は、憲法を改正するための全権限を有すると同時に、政府の全て機関に対する絶対的な権限を持つとされています。反対派は今回の制憲議会の招集に強く反対しており、7月16日には720万人程度の有権者が非公式の国民投票に参加し、反対の意を表明しました。これに対して7月30日に行われた政権主導の制憲議会選挙では、事前に選定された候補者への投票者数は、その半数程度の人数であったとされています。また選挙に技術協力した英国の企業でさえも、政府が明らかに投票総数を操作し、少なくとも100万票は水増しされているとの見方を発表しました。投票を行った有権者の多くは公的セクターの従事者で、投票を強制されたと見られています。

インサイト



グラハム・
ストック

エマージング市場
シニア・ソブリン・ストラテジスト
2017年8月

なぜ現政権は自由かつ公正な選挙では勝利出来ないほど国民の支持を失ってしまったのですか？1998年にチャベス政権が誕生した際や、2013年に（チャベス氏がガンにより死去する前に後継者として指名した）マドゥロ現大統領が選出された際には明らかにこれが可能でした。

主な要因として挙げられるのは原油価格です。原油はベネズエラの輸出及び政府の歳入の95%を占めます。2011年から14年に掛けての商品相場の「スーパーサイクル」で原油の国際価格が1バレル100米ドルに達したことで、政府の経済政策の非効率性が覆い隠され、政府は原油収入を元に人気取りのばらまき政策を実施しました。原油価格は足元で1バレル50米ドル近辺まで下落し、ベネズエラ産の重油はさらにこの国際価格を10米ドル程度下回る価格で取引されています。結果として、国民へのばらまきは気前の良いものではなく、同時に経済政策の失敗によりハイパーインフレ、経済活動の低下、食品及び医薬品不足が深刻化する結果となりました。政府は統計の公表を停止しましたが、実質GDPは2013年の約3分の1程度まで縮小していると推測され、インフレ率は30%程度（前月比）であると予想されています。

経済状況がこれほど悪化しているにも関わらず、政権はどのように権力を保っているのですか？

政権の支持率は低下し、反政府デモが行われるなか、政府は制圧及び権力の集中という形でこれに対応しています。反政府デモ行進は警察が厳重に取り締まっており、大統領府などの影響の大きい場所には近づくことが出来ません。軍本隊や市民兵は武力行使を行っており、3月末から既に140人以上が死亡しています。一方でマドゥロ大統領は、現役及び元軍人の手に権限を集中させ、特に政権側の武装勢力において大統領への忠誠を報いるとともに、合法及び違法の取引を通じた個人的な利益享受を行っていると考えられています。

政権は一致団結していますか？

そのように見受けられます。政権内部から単独で異議を唱える声も聞こえますが、とりわけ重要な役割を果たしていたオルテガ検事総長は、8月初旬の制憲議会の開会初日に全会一致で解任されました。また7人の選挙裁判所のメンバーの一人は制憲議会の選挙結果の承認を拒否しましたが、最終的にこのような抗議の声は全ての政府機関及び政府軍から追放されています。政権内部では、チャベス前大統領時代に政府軍で従事した高官（チャベス氏の訓練を受け、1992年のクーデター未遂に加担した）と、民間のルートを辿ってきた高官（キューバ系の政治理念を持つ場合が多い）との間で内部闘争が起きる可能性もあります。ただし現段階で、両者は現政権の存続に均等に加担しているものと見られます。

次に何が起きますか？

これが重要な点です。自由かつ公正な選挙の実施に向けた交渉が行われる兆しはありません。逆に政権は、政権がコントロールできる制憲議会に全権限を集中させるという戦略を強化しています。反対派は同一の戦略の下で団結することに苦戦していますが、路上デモや12月に行うと発表された国家レベルでの選挙に参加することで、政府及び武装勢力に対して反対の姿勢を積極的に示し、政権に対する国際的な圧力が奏功することを期待しています。これについては、人権侵害や麻薬取引、汚職、民主主義妨害などに加担した政府関係者個人に向けた米国による制裁は、最も目に見える確かな前進であると言えます。最終的には政権内部の穏健派と強硬派の間に溝を作り、穏健派による反対を促すことが得策であると見られます。

米国はベネズエラの石油産業に対し制裁を加えますか？

米国はベネズエラの原油輸出先の 40% 近くを輸入しており、これは年間 100 億ドル程度に相当します。Citgo（国営石油公社（PDVSA）の米子会社である）ブランド下のベネズエラにおける 3 つの精製所は重油の精製に特化しています。したがって、禁輸によって米国以外に対する輸出に頼らなければならなくなった場合、より大幅な割引価格で石油を販売せざるを得なくなり、大きな痛手となります。原油歳入が落ち込むことによる影響は、食品や医薬品不足の更なる深刻化という形で即座に一般のベネズエラ国民に波及することとなり、結果として民衆の怒りの矛先はマドゥロ政権のみならず米国にも向けられることになると見られます。さらに、米国の精錬所にとってはベネズエラ以外に原油供給元を探すことはコスト増となり、米消費者にとってはガソリン価格の上昇につながると見られます。したがって、米国の石油サービス企業によるベネズエラにおける事業や、米原油生産者に対してベネズエラがパイプラインを通じて重油を流す際に必要となる希釈剤の供給に対する圧力を強化する可能性はあるものの、米国がベネズエラからの原油輸入を禁止する可能性は低いと見えています。

ベネズエラに対してどのようなポジションを取っていますか？

2014 年に原油価格が下落を始めて以降、ベネズエラに対するポジションは、社会情勢の悪化が経済政策の転換を促す前に、外貨建て債務の支払いに充てるための公的セクター（政府及び PDVSA）の外貨が枯渇しないかという疑問に対するブルーベイの見方を反映させたものとしてきました。大まかに言えば、2015 年及び 2016 年は、市場がベネズエラのデフォルト・リスクを過度に織り込んでいると判断し、ベンチマーク運用のソブリン債ファンドではベネズエラをオーバーウェイト・バイアスとしていました。2017 年を迎えるまでに、外貨準備高の減少や中国及びロシアなどの国からの新規の借り入れ能力の大幅な低下など、ベネズエラの債務支払い能力に対する懸念が高まりました。さらに、マドゥロ政権の更なる急進化が、債務支払い能力を強化するための政権交代や政策転換ではなく、反対に對外債務を拒絶するキューバ的な強硬路線につながるリスクが徐々に高まりました。したがって、年初来ではベネズエラを継続的にアンダーウェイトしており、年初来のパフォーマンスにプラスに寄与しています。エマージング外貨建て債インデックス（JPMorgan EMBIG Diversified）で見るとベネズエラは年初来で 8.9% の下落となっており、これは +7.6% 上昇している市場全体のリターンを大きく下回ります。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマージング社債戦略：年率1.05%（税抜き）、ハイ・イールド債／ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）、投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）、転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）、オルタナティブ戦略：年率2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）、マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜き）、ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

その他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等については詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではございませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面等の書面の内容を十分にお読み下さい。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点（2017年8月16日）のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上