

原油価格の動向とMLPの市場環境について

2015年6月上旬、レッグ・メイソン傘下の株式運用専門会社クリアブリッジ・インベストメンツ エネルギーMLP戦略担当ポートフォリオ・マネージャーのクリス・イズが来日しました。

昨年来の原油価格下落がMLPに与える影響と、今後のMLPを取り巻く投資環境の見通しについてのインタビューが行なわれました。①原油生産動向、②原油価格、③米国の天然ガス、④MLPの収益状況、⑤MLPの配当成長、⑥MLPのパフォーマンスについてご紹介いたします。



Q:原油価格が下落しましたが、米国の原油生産量に与える影響はありますか？

A:中長期的には、原油価格の回復とともに、米国の原油生産量は緩やかに増加していく見込みです。

- ▶ 生産コストが低く、採算性の高い地域における生産の拡大が見込めます。
- ▶ 掘削リグは減少していますが、技術革新に伴い生産性は大幅に向上しています。

米国の中西部の最北部、ノースダコタ州中心にあるバッケン・シェール(中核)のブレイクイーブン(損益分岐点)の原油価格は、1バレル約65米ドルとなっていますが、米北東部にあるマーセラス・シェールは1バレル約24米ドルです。シェールオイル生産地の生産コストは地域による格差があり、現在の原油価格水準でも採算性を維持しているシェール油田はたくさんあります。今後、原油価格が安定してくる中で、生産性の改善も伴い、原油生産量の回復が期待されます。

原油価格下落による新規油田開発の鈍化や不採算油田の閉鎖の影響もあり、石油掘削リグ稼働数は2014年10月から約56%減少しました(図1)。ただ、ここで注意したいのは、実際に減少している掘削リグの多くは、効率性の低い掘削リグであり、採算性が高く比較的新しい掘削リグの稼働率は高くなっているということです。新規油田での掘削リグ当たり原油生産量は大幅に増加しており、シェール開発の生産性の改善は進んでいる状況です(図1)。

米エネルギー情報局(EIA)は4月に公表した年次エネルギー見通し(2015年)で、2020年の米国のシェールオイル生産量予測を日量560万バレルへ約17%引き上げました(図2)。採算性の高い油田が他の地域での生産量の低下を相殺していくため、米国の原油生産量は今後も引き続き増加していくものと考えています。

図1:米国の石油掘削リグの稼働数と米主要シェール盆地の新規油田のリグ当たり原油生産量

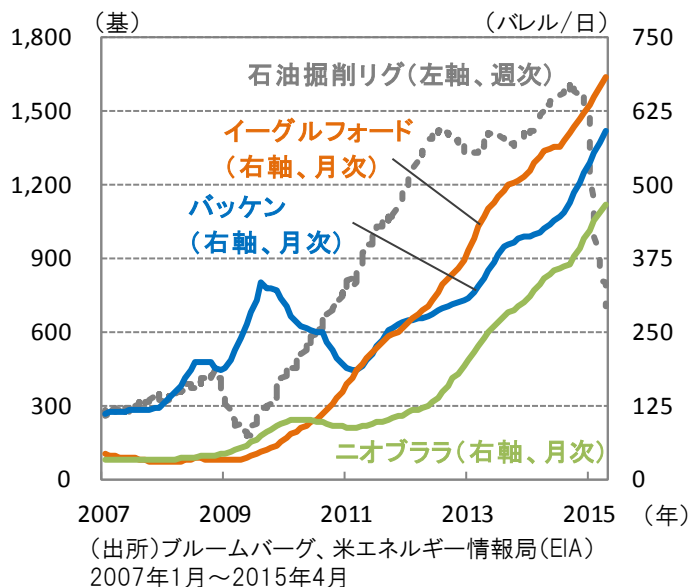
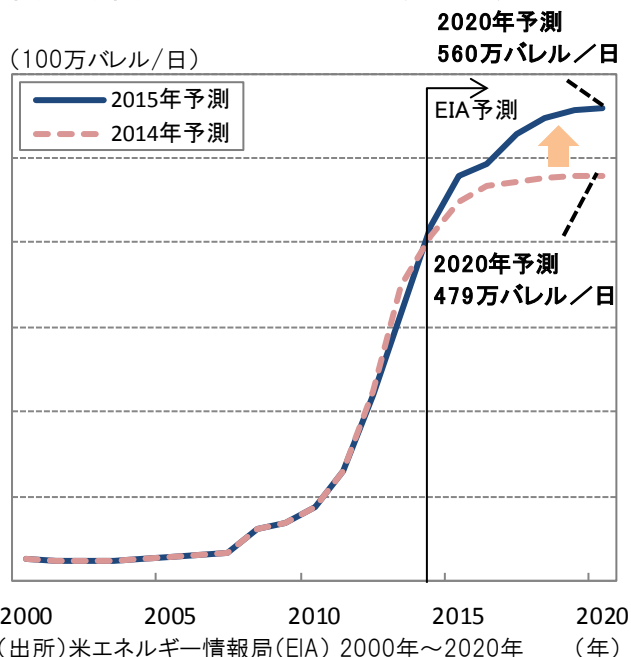


図2:米国のシェールオイル生産量の見通し



※ブレイクイーブンの原油価格:クレディスイス、クリアブリッジ(2015年2月末)

当資料は、参考情報の提供を目的としてレッグ・メイソン・アセット・マネジメントの情報を基に、野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料中の記載事項は、全て当資料作成時以前のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料中のいかなる内容も将来の運用成果または投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。

Q: 今後の原油価格の見通しはどのように見えますか。

A: 今後12～18ヵ月にかけて1バレル75～80米ドルの水準へ回復するものと予測しています。

▶ 今後の原油の需給関係の改善が、原油価格の押し上げ要因となっていくことに期待しています。

2014年半ば辺りに1バレル約100米ドルだったWTI原油先物価格は、約60米ドル付近まで下落しました(図3)。今回の原油価格下落の原因の一つは、需給関係によるものと考えます。供給過剰にあるという点では、1985～1986年の原油相場下落局面と似ています。しかし、当時の供給過剰は原油需要の約20%相当であったのに対して、現在の水準は約2%とかなり低い水準です。採算性が悪化した油田の閉鎖が見込まれることに加え、先行きの原油需要の回復が見込まれることから、原油価格の低迷は当時ほど長期化しないものと考えています。

Q: シェール・ガスの見通しについて教えてください。

A: 天然ガスは、米国のエネルギー生産全体の増加において原油と同様に重要です。

▶ 米国の原油・ガスの全生産量の内、原油の占める割合が約3分の1に対して、天然ガスと天然ガス液(NGL)の割合は約3分の2となっています。

米国の原油生産量が緩やかに増加していくのと同時に、今後の天然ガスの生産量も、以下の需要の押し上げにより、原油価格の動向に関わらず、中長期に亘って増加していく見込みです(図4)。

- 1: 電力を発電する燃料としての需要の高まり
- 2: 天然ガス価格の下落による、石油化学製品の増産期待
- 3: 今年後半以降の米国の液化天然ガス(LNG)の輸出

天然ガス価格下落により価格競争力が高まっていることや、石炭よりも環境負荷が低いことなどを背景に、天然ガスの発電市場のシェアは増加しています(図5)。また、天然ガス価格下落は、製造業の石油化学製品の増産を後押しするものと期待されています。また、米国初のLNG輸出ターミナル施設は2015年末に完成する見通しで、米国のLNGの輸出も今後期待されています。

図3: WTI原油先物価格の推移

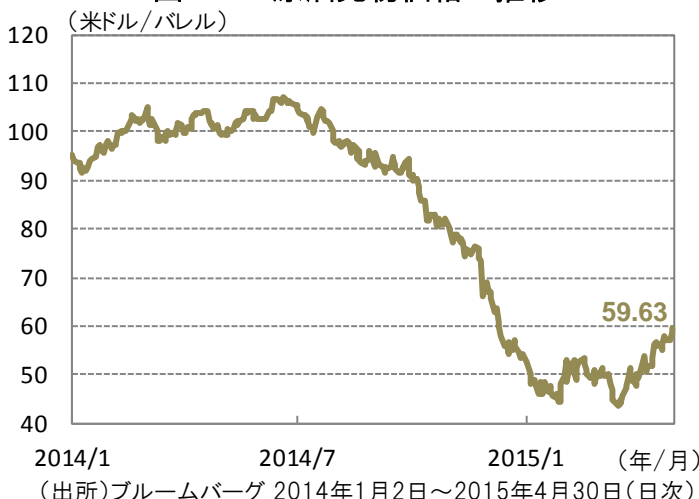


図4: 米国の天然ガス生産量の見通し

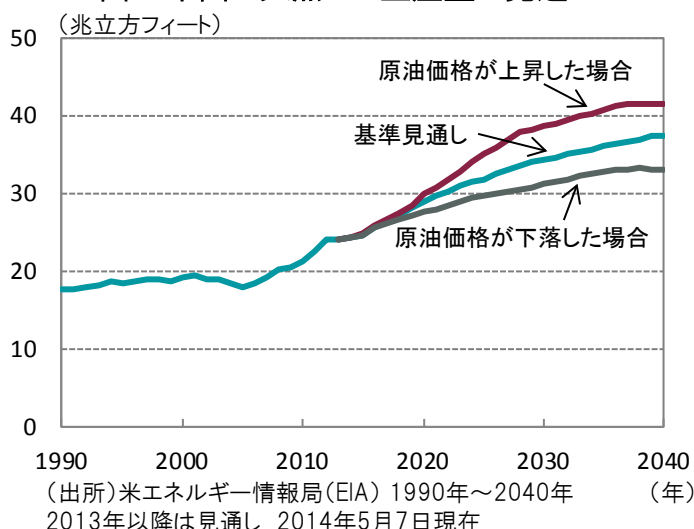
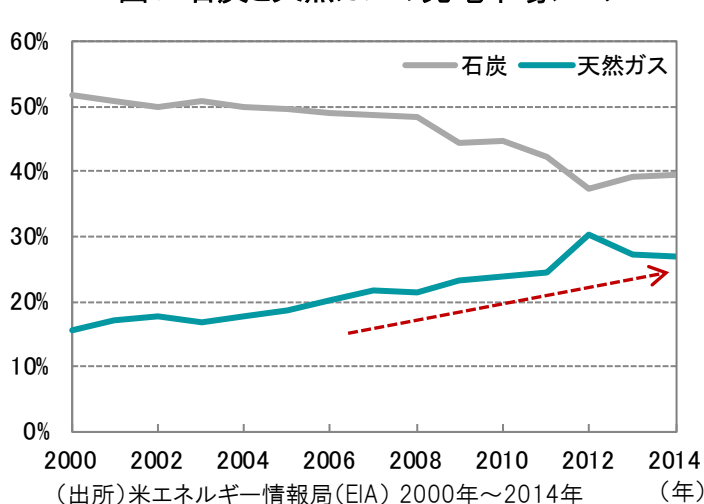


図5: 石炭と天然ガスの発電市場シェア



Q:原油価格下落がMLPの収益に与える影響について教えてください。

A:中流MLPの収益への影響は軽微です。

➤ MLPの中流事業は、原油価格変動の影響を受けにくい事業です。

ガス田・油田の探査、開発、生産を手掛ける上流MLPは、原油価格下落により多額の損失を計上しました。しかし、エネルギー輸送などを手掛ける中流MLP事業の収益は大きく影響を受けていません。これは、中流MLP事業における輸送パイプラインの収益は、原油の価格ではなく輸送量に基づいているためです。中流MLPの収益キャッシュフローは、2015年以降も堅調な見通しとなっています(図6)。

Q:MLPの配当見通しについて教えてください。

A:今後もMLPの配当は増加していく見込みです。

➤ 2015年のMLPの配当成長率は8%、2016年は7%と予測しています(図7)。

MLPは相対的に配当利回りが高いだけでなく、配当成長も期待できるという点で、魅力的な投資対象です。クリアブリッジでは2015年のMLPの配当成長率を現時点で8%と予測しています。但し、2015年第1四半期の決算において、MLPの配当額が当初予想以上に堅調であったことから、8%という配当成長率は保守的な数値であり、達成することができるものと考えています。

Q:MLP市場の見通しについて教えてください。

A:今後、MLPは堅調に推移していく見込みです。

➤ 今後も年率10%を超えるトータルリターンを期待しています。

2001年以降、MLPは米国株や米国REITと比較して堅調に推移してきました(図8)。MLPのトータルリターンは過去10年間で約13%(年率)のリターンを上げています。MLPの配当利回りが6%程度あること、さらに配当成長も期待できることから、今後も配当と値上がり益を合わせたトータルリターンは10%を上回る水準を期待しています。

(出所)ブルームバーグ MLP:アレリアンMLP指数

図6:中流MLPの収益キャッシュフロー(EBITDAベース)

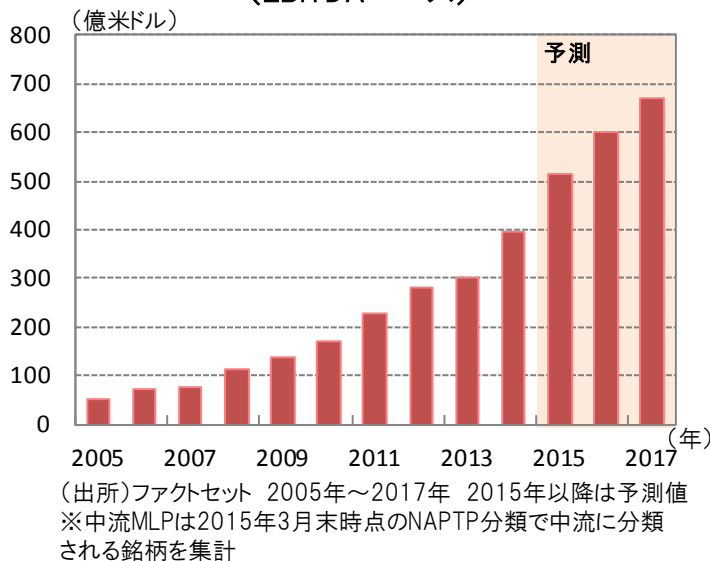


図7:MLPの配当成長率(予測値を含む)

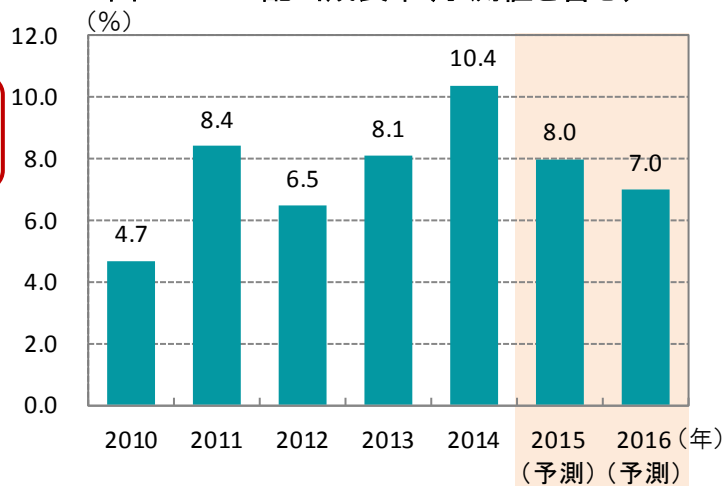
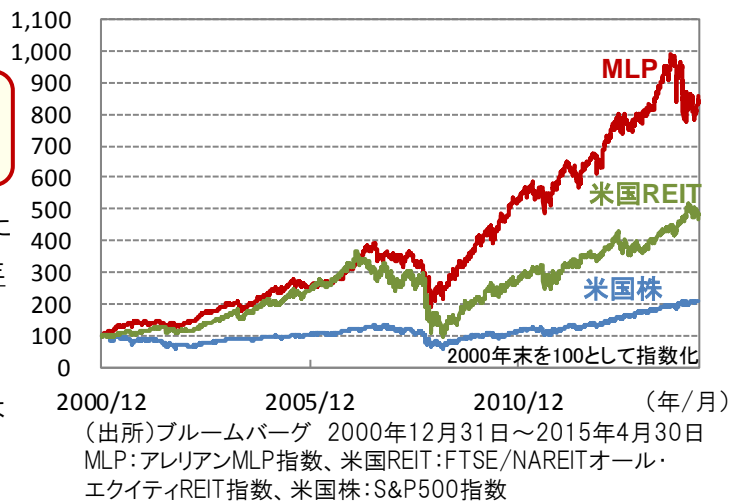


図8:各資産のトータルリターンの推移



【野村アセットマネジメントからのお知らせ】

■投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価格が変動します。したがって投資家の皆様のご投資された金額を下回り損失が生じることがあります。なお、投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書(交付目論見書)や契約締結前交付書面をよくご覧下さい。

■投資信託に係る費用について

2015年6月現在

<p>ご購入時手数料 《上限4.32%(税込み)》</p>	<p>投資家が投資信託のご購入のお申込みをする際に負担する費用です。販売会社が販売に係る費用として受け取ります。手数料率等については、投資信託の販売会社に確認する必要があります。投資信託によっては、換金時(および償還時)に「ご換金時手数料」等がかかる場合もあります。</p>
<p>運用管理費用(信託報酬) 《上限2.1816%(税込み)》</p>	<p>投資家はその投資信託を保有する期間に応じたかかる費用です。委託会社は運用に対する報酬として、受託会社は信託財産の保管・管理の費用として、販売会社は収益分配金や償還金の取扱事務費用や運用報告書の発送費用等として、それぞれ按分して受け取ります。 *一部のファンドについては、運用実績に応じて報酬が別途かかる場合があります。 *ファンド・オブ・ファンズの場合は、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の信託報酬等が別途かかります。</p>
<p>信託財産留保額 《上限0.5%》</p>	<p>投資家が投資信託をご換金する際等に負担します。投資家の換金等によって信託財産内で発生するコストをその投資家自身が負担する趣旨で設けられています。</p>
<p>その他の費用</p>	<p>上記の他に、「組入有価証券等の売買の際に発生する売買委託手数料」、「ファンドに関する租税」、「監査費用」、「外国での資産の保管等に要する諸費用」等、保有する期間等に応じてご負担いただく費用があります。運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を示すことができません。</p>

上記の費用の合計額については、投資家の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、野村アセットマネジメントが運用するすべての公募投資信託のうち、投資家の皆様にご負担いただく、それぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書(交付目論見書)や契約締結前交付書面をご覧下さい。

投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡りする投資信託説明書(交付目論見書)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断下さい。

商号:野村アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第373号

加入協会:一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会