

# 2016年上半期の米国エネルギー市場とMLPの注目点

- 原油価格上昇を受けて、MLPに対する投資家の信認回復進む。エネルギー企業の資金調達環境も改善傾向。
- 原油価格低迷の中でも、中流MLPは概ね増配を維持。今後は配当見通しが二極化する中、銘柄選別が重要に。
- 米国ではLNG輸出や発電需要拡大を背景に天然ガスの増産が見込まれる。パイプラインなど関連インフラにも恩恵。
- 原油生産が低調な中、パイプラインへの輸送手段のシフトが進む。中長期的には米国は原油の増産余力を残す。
- MLPの予想配当利回りは9%前後の水準。原油相場の安定が進めば、配当成長がMLPの再評価材料となると期待。

## 《原油価格とMLP市場の動向》

### 原油価格上昇を受けてMLPへの信認回復進む

2016年2月16日に、サウジアラビア、ロシア、カタール、ベネズエラの4カ国が原油増産の凍結で合意して以降、原油相場に底入れの兆しがみられます。原油価格の下落に対して静観姿勢を採ってきた中東産油国にとっても、足元の原油価格水準では財政赤字拡大など経済的な悪影響が避けられないとの懸念が原油相場の安定化協議の進展を促した可能性があります。

原油相場の回復を受けて、MLP市場でも投資家センチメントが改善し、アレリアンMLP指数は2月の安値水準からの回復が進みつつあります(図1)。

### 米エネルギー企業の社債利回りの低下が進む

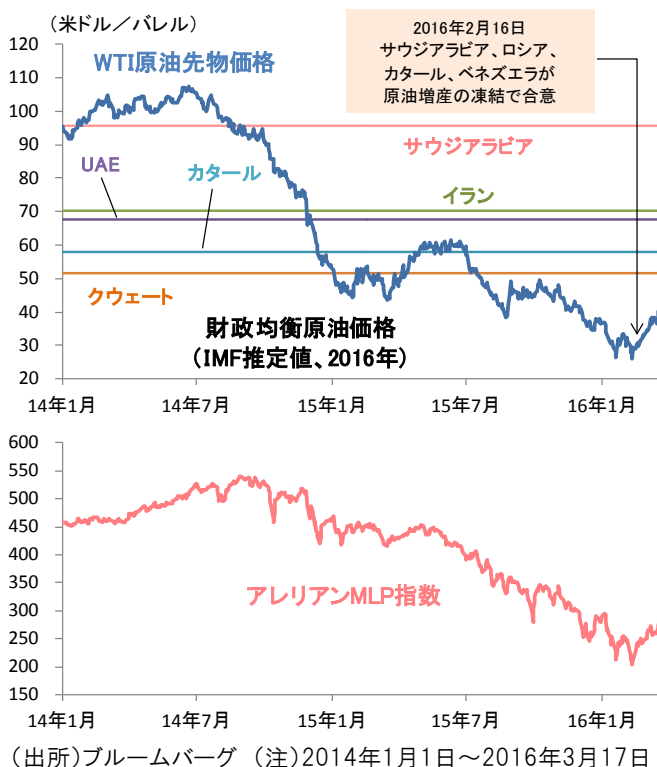
原油価格の底入れに伴って、足元では米国のエネルギー企業の社債利回りも低下に転じ始めました。一時は20%台後半まで急上昇した独立系探査・生産企業のハイイールド債利回りは足元では10%台後半へ低下しているほか、投資適格級の独立系探査・生産企業の社債利回りは5%台まで低下が進んでいます(図2)。

### 大手採掘企業の資金調達環境に安定化の兆し

3月中旬には大手石油生産企業のアナダルコ・ペトロリアム(S&P格付=BBB)が30億米ドルの社債発行を成功させるなど、上流部門でも格付水準の高い採掘企業の資金調達環境は徐々に安定化に向かいつつある模様です。

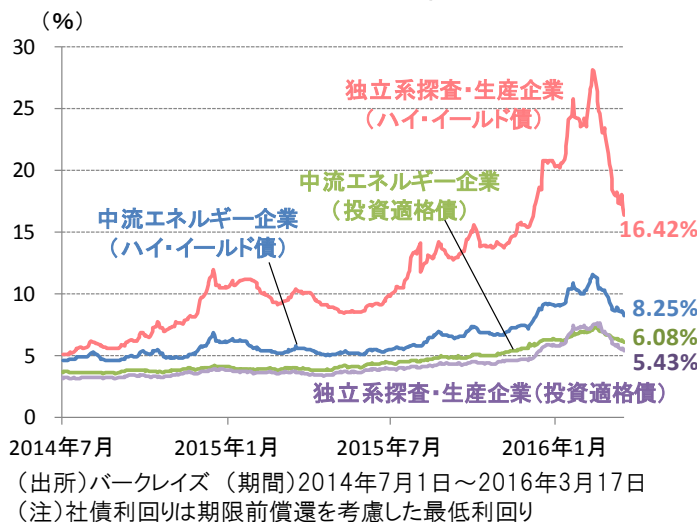
今後も低水準の原油価格が継続すれば、中小規模の石油採掘企業の破たんリスクが高まる可能性は否定できないものの、資金繰りに余力を残す大手採掘企業は破たんリスクへの耐性を有していると考えられます。

図1: WTI原油先物価格とアレリアンMLP指数



(出所)ブルームバーグ (注)2014年1月1日~2016年3月17日

図2: 米国のエネルギー企業の社債利回り



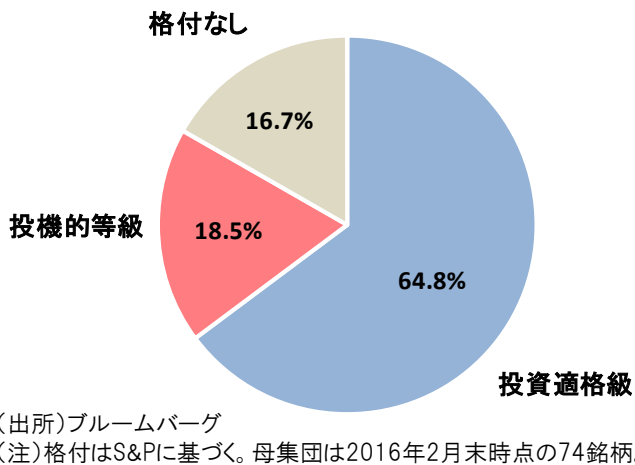
(出所)パークレイズ (期間)2014年7月1日~2016年3月17日  
(注)社債利回りは期限前償還を考慮した最低利回り

### 安定した財務基盤を持つ中流MLP

また、独立系探査・生産企業の資金調達環境の改善は、中流エネルギー企業(MLPを含む)の社債利回り低下にも波及しはじめています。3月17日時点の中流エネルギー企業の社債利回りは、ハイールド債で8.25%、投資適格債で6.08%へ低下しました。

中・下流MLPの格付別時価総額構成を見ると、全体の約65%を投資適格級のMLPが占めていることが分かります(図3)。特に時価総額規模が大きい上位10銘柄のうち9銘柄が投資適格級格付を保持しているなど、大手MLPほど安定した財務基盤を持つ傾向がみられます。

図3: 中流・下流MLPの格付別時価総額構成比 (2016年2月末時点)



### 《中流MLPの配当動向と見通し》

#### 原油価格低迷の中でも中流MLPは増配を維持

MLPの配当動向に目を転じると、原油価格の低迷下でも、中流MLP市場の全体では2015年も概ね増配基調が維持されました。先行きについても、2016年2月末時点の市場コンセンサスによれば、中流MLPの配当成長は2016年が前年比+5.2%、2017年が同+6.8%と、底堅い増配が続くと見込まれています(図4)。

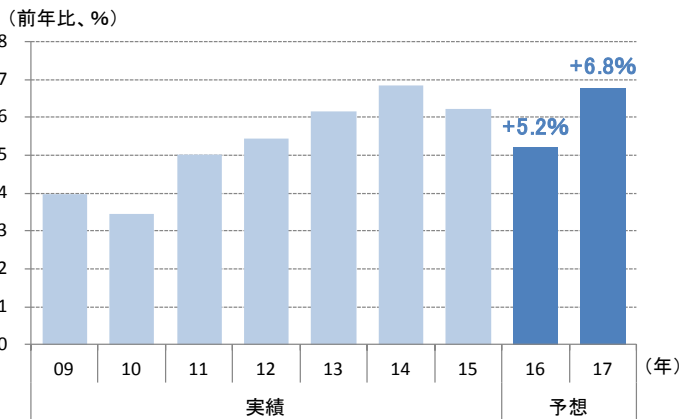
#### 今後のMLP投資に当たっては銘柄選別が重要に

もともと、原油価格が不安定な値動きを続ける中、上流エネルギー部門での原油・天然ガス生産の不透明感などの要因から、一部の中流MLPでは経営環境の悪化に直面しつつある模様です。今後、中流MLPの中でも銘柄毎の実力差が生まれやすくなるとみられ、MLPへの投資に当たっては銘柄選別の重要性が増すと考えられます。

#### 2016年は中流MLPの配当見通しが二極化

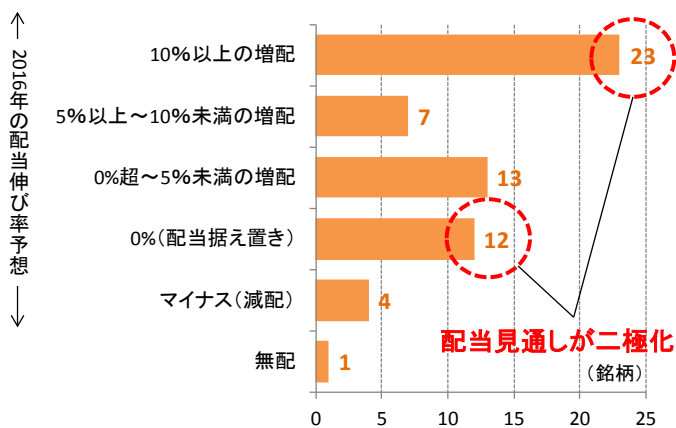
実際、中流MLP各銘柄毎の2016年の配当伸び率予想を詳細に見ると、二桁以上の堅調な配当成長が予想されるMLPと配当据え置きが予想されるMLPの間で配当見通しが二極化する傾向がみられます(図5)。もともと、中流MLPの中では、2016年に減配や無配が予想される銘柄はごく一部に留まると見込まれています。

図4: 中流MLPの一株当たり配当伸び率(中央値)



(出所)ファクトセット (注)2015年末時点の中流MLP61銘柄の中央値を集計。予想はファクトセット集計コンセンサス(2016年2月末時点)。

図5: 中流MLP各銘柄の2016年の配当見通し



(出所)ファクトセット (注)母集団は2016年の配当予想コンセンサスが集計可能な中流MLP60銘柄。予想はファクトセット集計コンセンサス(2016年2月末時点)。

## 《米国のエネルギー生産とパイプライン需要》

### 短期的には天然ガスの生産量増加が予想される

昨年来の原油価格の下落を受けて、探査・生産企業がコスト抑制のためシェール油田の新規開発計画を削減する傾向にあることから、短期的には米国の原油生産量は緩やかな減少が続くと見込まれます。

一方、発電所向けなど産業用の天然ガス需要の増加や液化天然ガス(LNG)の輸出拡大などを背景に、天然ガス生産量は2016年以降、増産が予想されます(図6)。

大手MLPのシェニエール・エナジー・パートナーズ(CQP)が保有するサビンパスLNGターミナル(ルイジアナ州)の稼働開始に伴って、米国のLNG輸出は2016年2月から開始されました。米エネルギー情報局(EIA)によれば、米国のLNG輸出量は2016年に日量5億立方フィート、2017年には同13億立方フィートへ拡大が予想されています。

### 天然ガスの増産がパイプラインの開発加速に波及

今後の天然ガスの増産は、輸送用パイプラインや天然ガスの処理・精製施設、輸出用の液化ターミナル建設などの関連インフラ需要を生み出すと期待されます。

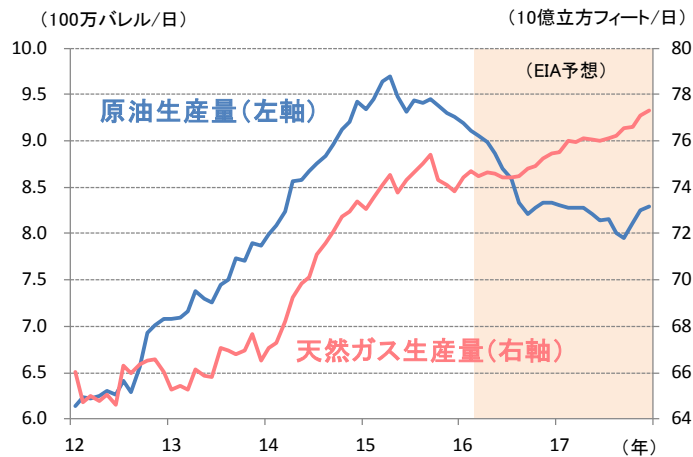
特に天然ガス・パイプラインの開発に関しては、今後の天然ガスの増産見通しを背景に、2016年から2017年にかけて新規パイプラインの稼働開始が加速すると計画されています(図7)。天然ガス・パイプラインを開発・運営する中流MLPにとっては、パイプラインの稼働開始はキャッシュフロー拡大を通じて、将来の増配要因となると考えられます。

### 原油輸送手段はパイプラインへのシフトが顕著

一方、原油パイプライン業界では、米国の原油生産量自体は緩やかな減少傾向にあるものの、原油輸送量全体に占めるパイプラインのシェアは拡大傾向にあります。

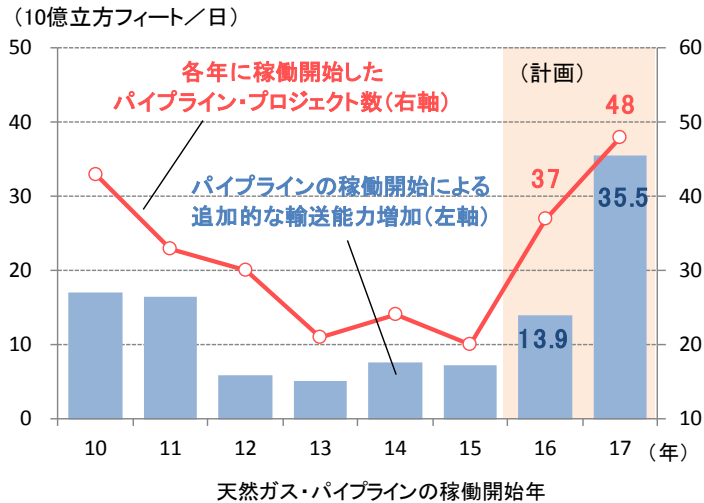
シェール・オイルの主要生産地であるノースダコタ州バッケン近郊のウィリントン盆地からの原油輸送手段は、新規のパイプライン稼働やパイプライン輸送のコスト競争力の高さを背景に、鉄道輸送からパイプライン輸送へのシフトが顕著となっています。2016年1月時点では、パイプライン輸送のシェアは52%と、鉄道輸送の40%を上回る傾向にあります(図8)。

図6: 米国の原油・天然ガス生産量



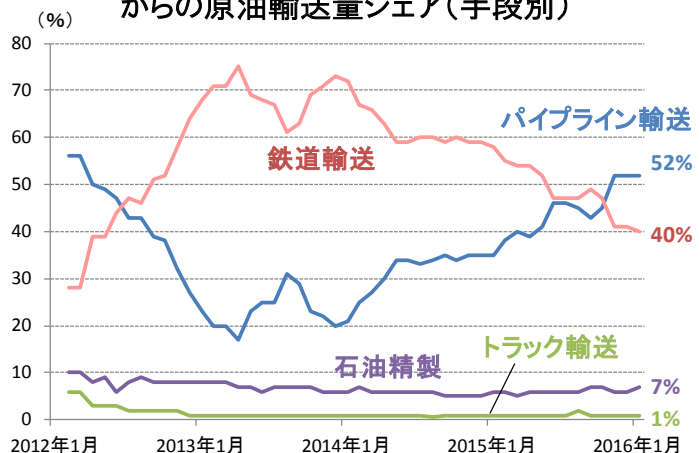
(出所)米エネルギー情報局(EIA) (期間)2012年1月~2016年2月

図7: 米国の天然ガス・パイプラインの開発計画



(出所)米エネルギー情報局(EIA)

図8: ノースダコタ州ウィリントン盆地(バッケン近郊)からの原油輸送量シェア(手段別)



(出所)ノースダコタ・パイプライン当局 (期間)2012年2月~2016年1月

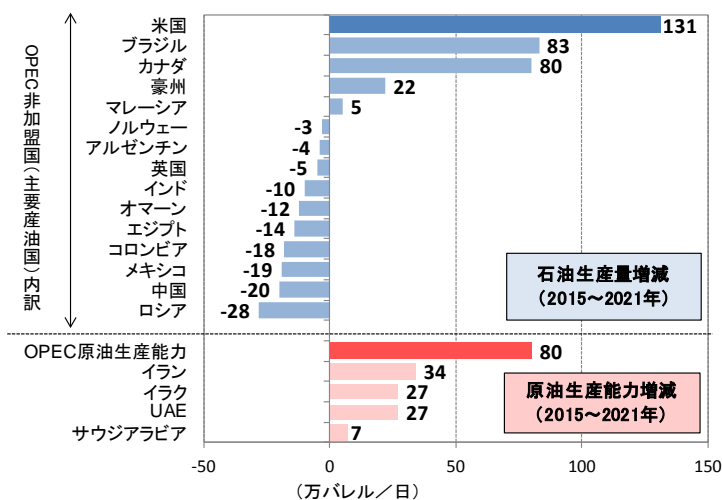
### 中長期的に米国は石油の増産余力を大きく残す

中長期的な観点からは、米国は他の産油国と比較して石油の増産余地を大きく残していると考えられます。

国際エネルギー機関(IEA)によれば、2015年から2021年までに世界で最も石油の増産が予想される国として米国が挙げられています(図9)。石油輸出国機構(OPEC)加盟国では、原油の生産能力増加が見込まれる国は主にイランやイラク、アラブ首長国連邦(UAE)などに限られるとみられており、OPEC非加盟国でもロシアや中国、メキシコなど多くの国で石油の減産が予想されています。

今後、中長期的にアジアなどでの石油需要の増加が顕在化した際には、原油増産余力の面で米国の優位性が改めて注目される可能性があると考えられます。

図9:2021年までの主要産油国の石油生産量予測



(出所)国際エネルギー機関(IEA)「中期石油市場報告2016」

### 《当面のMLP市場の注目点》

#### MLPの予想配当利回りは9%前後の高水準

足元でのアレリアンMLP指数の予想配当利回りは9%前後の水準にあり、2007年以降の予想配当利回りの平均値(7.0%)を上回るなど、MLPは引き続き割安な評価がなされていると考えられます(図10)。

#### MLPに対する潜在的な買い需要が積み上がる

MLP市場の需給面では、2016年2月末にかけて主要MLPに対する投資家の信用売りポジションが拡大していることから、潜在的なMLPの買い需要が積み上がっている状態にあると考えられます(図11)。今後、原油価格の上昇などをきっかけに信用売りポジションが巻き戻されれば、MLP市場の押し上げ要因となる可能性があります。

#### 原油相場と配当成長への再評価が今後の注目点

短期的には、MLP市場は投資家センチメントに影響を与える原油価格の動向に左右されやすい展開が続くとみられます。当面は、4月17日に開催予定のOPEC内外の産油国会合において、原油の増産凍結に関する合意がなされるかが原油相場の安定維持のカギを握るとみられます。

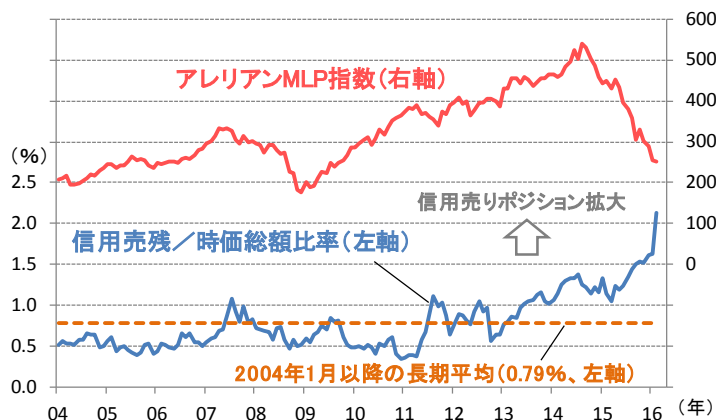
また、原油相場が一定の安定を取り戻した後は、MLPの安定した配当成長などのファンダメンタルズ要因が改めて投資家による再評価材料となることが期待されます。

図10:MLPの予想配当利回りと米長期金利



(出所)ブルームバーグ (期間)2007年1月1日~2016年3月17日

図11:MLPに対する信用売ポジションの推移



(出所)ブルームバーグ (期間)2004年1月末~2016年2月末  
(注)信用売残は2016年2月末時点のアレリアンMLP指数構成銘柄ベース。

当資料は、参考情報の提供を目的としてレグ・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。



## 【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

2016年3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