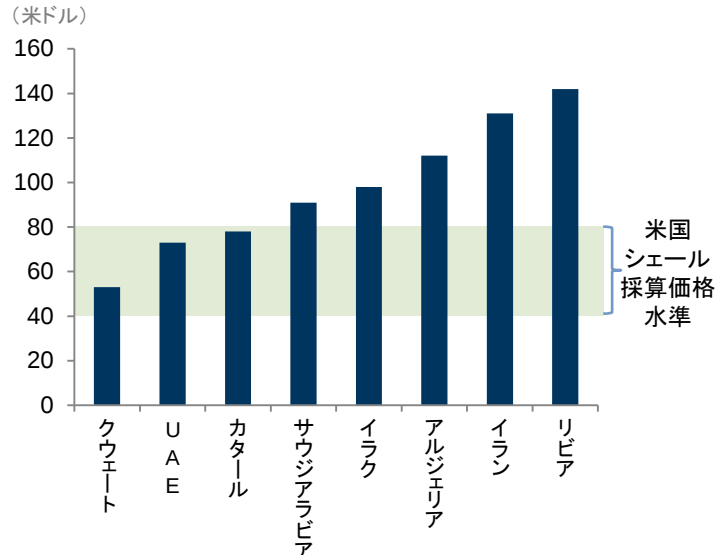


米国エネルギー産業およびMLP市場の今後の見通し(1/2)

原油価格下落の背景について

- 中国や欧州経済の成長鈍化による需要減が懸念される中、需給が緩和するとの見方が広がったことなどを受け、原油価格は10月以降急落しました。供給の観点から見ると、“シェール革命”の成功により米国が短期間で世界有数の原油産出国となった結果、OPEC(石油輸出国機構)はもはや供給の調整役を担えなくなった形です。
- 11月27日のOPEC総会で当面の減産が見送られ、原油相場は値動きの荒い展開が続いています。OPECの姿勢にも変化が見られ、かつての価格設定者(プライス・メーカー)から価格受容者(プライス・テイカー)へ立場を変え、現行の生産量と市場シェアを維持したいと思惑がうかがえます。しかしながら、多くのOPEC加盟国の採算価格は1バレル90ドルを上回っていることから(右図参照)、今後原油価格が著しくかつ持続的に低下することはOPECにとっても好ましくなく、2015年4-6月期以降にOPECの原油生産量は減少し始めると予想しています。このため、短期的には、投機的な動きも含め原油価格は下値を模索する展開が考えられます。しかし、中長期的な観点から見ると、原油価格は1バレル80ドルから85ドルのレンジで落ち着くと見ています。

OPEC加盟国の財政上の原油採算価格(2015年推計)



出所: IMF(2014年5月時点)、GSAM

上記は経済や市場等の過去のデータおよび一時点における予測値であり、将来の動向を示唆あるいは保証するものではありません。経済、市場等に関する予測は資料作成時点のものであり、情報提供を目的とするものです。予測値の達成を保証するものではありません。追記をご覧ください。

原油価格の下落が米国エネルギー産業に与える影響

エネルギー産業は「エネルギーを開発・生産する川上事業」、「エネルギー・インフラを運営する川中事業」、そして「エネルギーの消費者である川下事業」の3つに大別され、原油価格の下落が与える影響はそれぞれ異なります。

- エネルギー生産者(川上事業):
最もエネルギー価格の影響を受けやすく、原油安による負の影響は相対的に大きいと考えられます。
- エネルギー消費者(川下事業):
エネルギー生産者と同様にエネルギー価格の影響を受けやすい一方、原油安により恩恵を受けることができます。
- エネルギー・インフラ(川中事業):
多くのMLPが営む川中事業のキャッシュフローは、長期契約が一般的で、エネルギー価格よりもエネルギーの生産量や消費量から大きく影響を受ける特性があります。実際に、MLP市場の過去10年間の原油価格と天然ガス価格に対する相関係数は、それぞれ0.5、0.2となっています。北米シェール・オイルの生産者の採算価格は、生産地域や各生産者によって広がりますが、平均的に他国に比べて低いと推測されています。当社の見解では、もし仮に原油価格が採算価格水準を下回ったとしても、数多くの川中事業会社は生産コストが低い地域や生産者にリソース(経営資源)をより集中させることで、キャッシュフローを拡大させることが可能であると考えています。また、川中事業においては、複数年契約を基本にした“Take or Pay¹”と呼ばれる固定価格契約が一般的であることから、スポット価格が採算価格水準を下回った場合でも、キャッシュフローは将来にわたり安定しています。生産量に影響を与えるのは、中長期的な原油価格の水準であり、一時的な原油価格の水準ではありません。例えば、もし原油価格が長期間に渡って低位に推移した場合は生産量の増加ペースも減速することが考えられますが、当社では、前述のとおり中長期的に原油価格は1バレル80ドルから85ドルのレンジに回帰すると考えています。

¹ サービスの利用(たとえば実際に契約したパイプラインを利用したかなど)有無にかかわらず契約期間内は必ず料金を支払うという契約

米国エネルギー産業およびMLP市場の今後の見通し(2/2)

MLP市場の今後の見通し

- 当社では引き続き“シェール革命”に対して引き続きポジティブな見方を維持しています。ファンダメンタルズについて、重要なドライバーと考えるエネルギー生産量、米国産エネルギーの消費量、およびインフラ投資は、共に引き続き堅調に推移する見通しです。現在、米国は世界で有数のエネルギー生産国です。例えば原油については、過去5年間で50%、昨年比で15%も生産量が増加し、1987年以降、単年の増加率で最大を記録しました。米国が有する炭化水素などをはじめとするエネルギーの埋蔵量は世界最大と推定され、今後も米国は同分野で引き続き存在感を増していくと見込まれます。
- 2015年初頭に米国のエネルギー生産業者は開発投資計画を発表する予定ですが、現時点での見通しでは、一時的な原油価格の下落が生産量に与える影響は限定的で、仮に生産量の増加率が鈍化したとしても生産量自体は引き続き増加すると見込んでいます。また、天然ガスおよび天然ガス液(NGL)の生産量については、引き続き堅調に増加する見通しです。
- 例えば、天然ガス/NGL収集・輸送大手ワンオクの最高経営責任者は、12月2日、「コモディティ相場は依然として不安定な展開が続いているものの、バッケンなど高い生産性が見込める地域に重点的に投資を継続し、2015年は引き続き生産量の増加を予想している。」と発言し、同日発表された2015年のガイダンスにおいて、前年比14%増の予想配当を発表しました。
- さらに、旺盛なM&A(企業の合併・吸収)、投資家からの高い注目、および米政府による援助なども北米エネルギー・インフラ市場にとって追い風になると考えています。当市場の見通しについてはポジティブに見ていますが、今後の進展や予想される課題については注視することも必要です。エネルギー市場を取り巻く環境は過去から大きく変化しており、当市場はより大きく複雑になっている中で、今後はより銘柄選択の重要性が高くなると考えています。

(ご参考): 下落局面は良好な買い機会を提供

- 2010年以降、MLP市場が比較的大きな調整局面を迎えたのは今回を含めて5回目になります。いずれの期間もMLPのファンダメンタルズの変化を反映したものではなく、外部環境の変化に影響を受けたものであり、調整後は順調に上昇しております。
- 過去の経験を踏まえると、調整局面は良好な買い機会を提供するものと考えており、今回も下落を受けてバリュエーションの魅力度は高まっています。

MLPの過去の調整局面



期間: 2010年1月~2014年12月2日 出所: ブルームバーグ MLP: アレリアンMLP指数(配当込み)、2009年末を100として指数化
調整局面はアレリアンMLP指数(配当なし)が10%以上下落した局面を示す。

左記の過去4局面の期間別平均騰落率

