

## あらためて理解する2014年以降のMLP市場動向(1/4)

## あらためて理解する2014年以降のMLP市場動向

ココが気になる

商品市況の影響を受けにくいと言われていたMLPが昨年後半以降下落した要因は？

Point 1 - 将来的な米国の原油生産見通しに対する不透明感が下落の要因になったと考えられます -

- MLPの主な収益は、パイプラインなどのインフラ施設の使用料に基づいています。したがって、MLPのファンダメンタルズに大きな影響を与えるのは、商品価格の変動ではなく、エネルギー生産量の動向だと考えられます。
- 実際、原油価格下落後も多くのMLPでは堅調な成長が続いており、2015年1-3月期および4-6月期のMLPの配当成長率はともに前年同期比+10.4%とリーマン・ショック後の最高を記録しました。
- それにもかかわらず、昨年後半以降、原油価格とともにMLP市場は大きく下落しました。その原因は、原油価格の下落が川上企業の収益性低下につながり、設備投資の減額やリグ(採掘装置)稼働数の減少により、将来的に米国の原油生産量が減少するとの懸念が広がったためだと考えられます。

&lt;MLPの価格と配当の推移&gt;



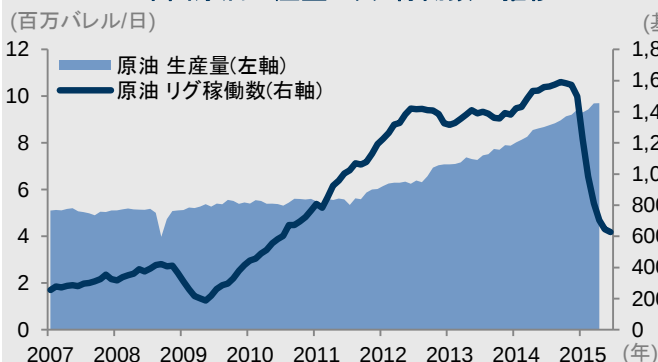
ココが気になる

リグ稼働数が減少することで生産量も減少するのでは？

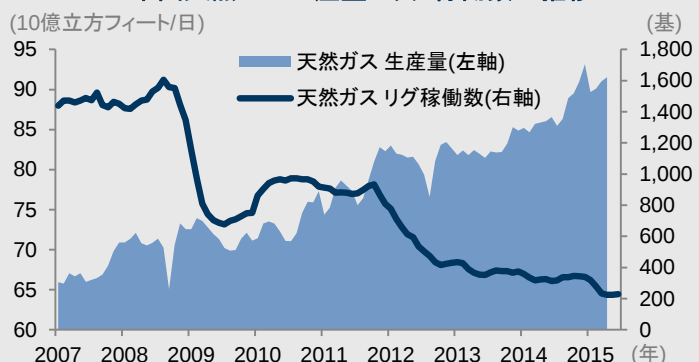
Point 2 - 過去の事例からは、リグ稼働数と生産量に強い相関は見られません -

- 市場では米国の原油生産量が減少するとの懸念が広がっていますが、それは米国のリグ稼働数の減少を根拠としているように見受けられます。米国の原油の稼働リグ数は、ピークを付けた2014年10月から、足元では約6割の大幅減となっています。しかし、過去の例を見る限りでは、リグ稼働数と生産量に強い相関はなく、リグ稼働数はエネルギー生産の先行指標ではないと言えます。
- 天然ガス市場では、シェールガス・ブームに沸いた2000年代後半、需給バランス悪化により天然ガス価格が下落する中で、リグ稼働数も大きく減少しました。しかし、生産量については、その後もほぼ一貫して増加基調を維持しています。

&lt;米国原油生産量とリグ稼働数の推移&gt;



&lt;米国天然ガス生産量とリグ稼働数の推移&gt;



## あらためて理解する2014年以降のMLP市場動向(2/4)

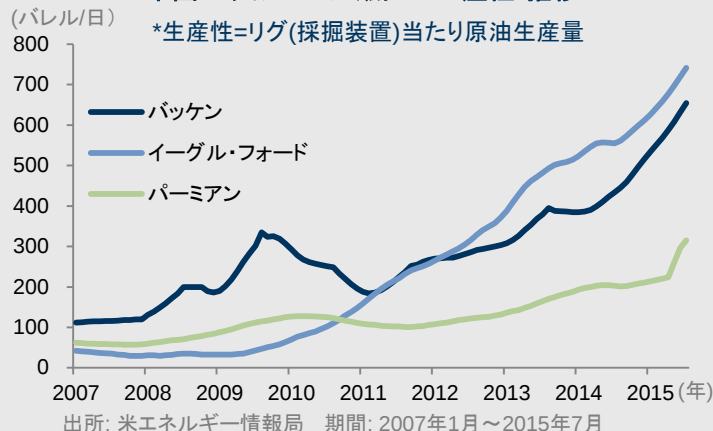
## シェールオイル生産企業の採算性の悪化から生産量は減少するのでは？

- 採算ラインを低下させることでシェールオイル生産企業は増産が可能だと考えられます -

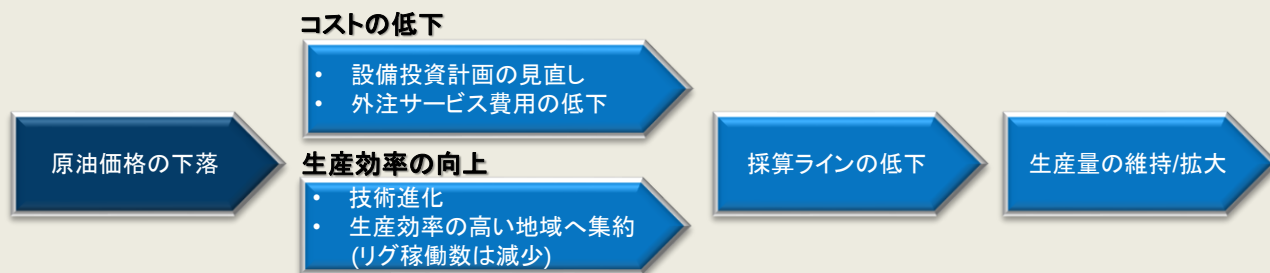
ココが気になる  
Point 3

- シェールオイル生産企業は、原油価格低下という外部環境の変化に適応するため、コストの低下と生産効率向上による採算ラインの引き下げに取り組んでおり、増産は可能だと考えられます。
- シェールオイルの開発は2010年頃より本格化したため、コスト低下の改良余地が大きく、未だ発展途上の技術です。実際、**リグ当たり生産量は5年前と比較して2-6倍に拡大**しており、生産性は飛躍的に向上しています。
- 米シェールの平均的な損益分岐原油価格は足元約60ドル/バレルまで低下したとみられますが、今後更に低下すると予想されています。

## &lt;米国 3大シェール鉱区の生産性\*推移&gt;



## 原油価格下落を受けたシェールオイル生産企業の対応行動



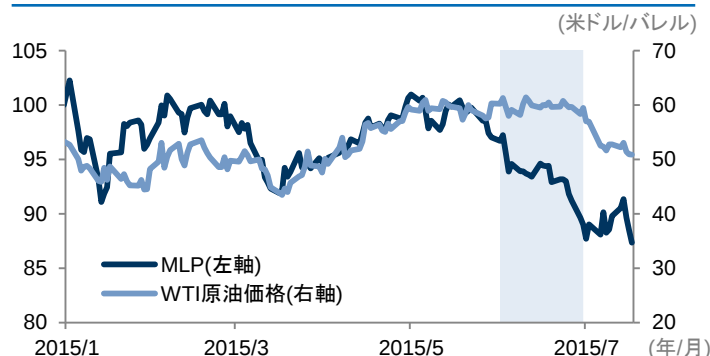
上記は、例示をもって理解を深めていただくことを目的とした概念図です。

## 5月後半以降のMLP市場の下落について

- MLP市場は5月後半以降、軟調な展開が続いています。特に2015年6月のMLP市場は-8.3%の下落となり、月次ベースでは2008年11月以来最大の下落幅となりました。
- 今回の下落の背景として、前述の要因に加えて①**米国長期金利の急上昇**と②**プロパンなどのNGL(天然ガス液) 関連製品価格の下落**などの複合的な要因が挙げられます。

(右図) 出所: ブルームバーグ、期間: 2015年1月2日～2015年7月17日  
MLPは2014年12月末を100として指数化  
使用している指数等については4ページ目下段をご覧ください。

## MLPおよび原油価格の推移



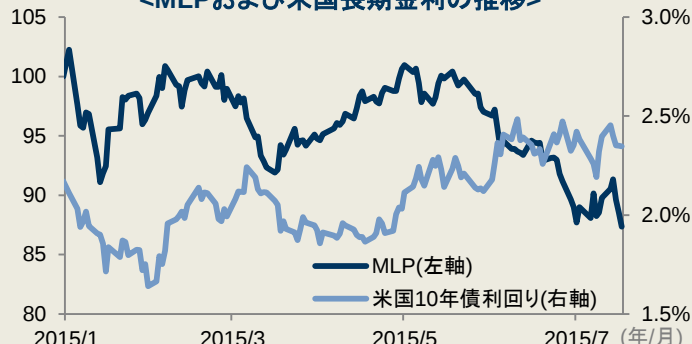
## あらためて理解する2014年以降のMLP市場動向(3/4)

## 1 米国長期金利の急上昇

- 2015年5月以降、欧州の長期金利の反転上昇とFRB(米連邦準備制度理事会)による利上げ観測の高まりを背景に米国長期金利は上昇しました。
- 一般に長期金利の上昇は、MLPにとって資金調達コストの上昇と利回り商品としての相対的な魅力低下(バリュエーションの低下)につながるため、マイナス材料とされています。

(右図) 出所: ブルームバーグ、期間: 2015年1月2日～2015年7月17日  
MLPは2014年12月末を100として指数化  
使用している指数等については4ページ目下段をご覧ください。

&lt;MLPおよび米国長期金利の推移&gt;



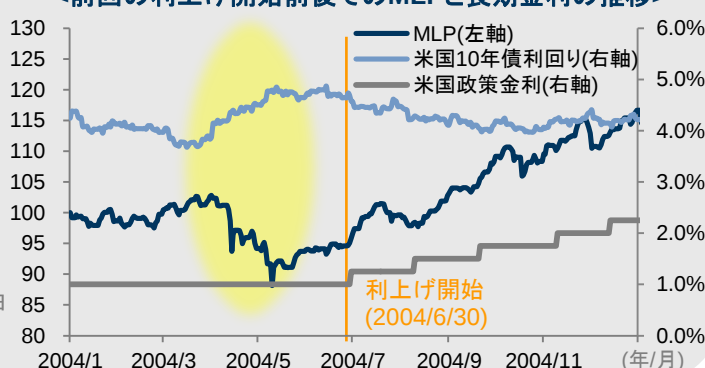
ここが気になる

## Point 前回2004年の利上げ開始前後のMLP市場

- 今回のようなMLP市場の調整は、前回の利上げ開始局面である2004年にも見られました。2004年には利上げ開始の数ヵ月前から、良好な雇用統計が発表されたことなどをを受け、市場が利上げを織り込む形で長期金利が上昇し、MLPは調整しました。
- しかし利上げ開始後は、堅調な配当の伸びがマイナス材料を相殺する形で、MLPの価格はファンダメンタルズに沿って大きく上昇を遂げました。

(右図) 出所: ブルームバーグ、期間: 2004年1月2日～2004年12月31日  
MLPは2003年12月末を100として指数化  
使用している指数等については4ページ目下段をご覧ください。

&lt;前回の利上げ開始前後でのMLPと長期金利の推移&gt;

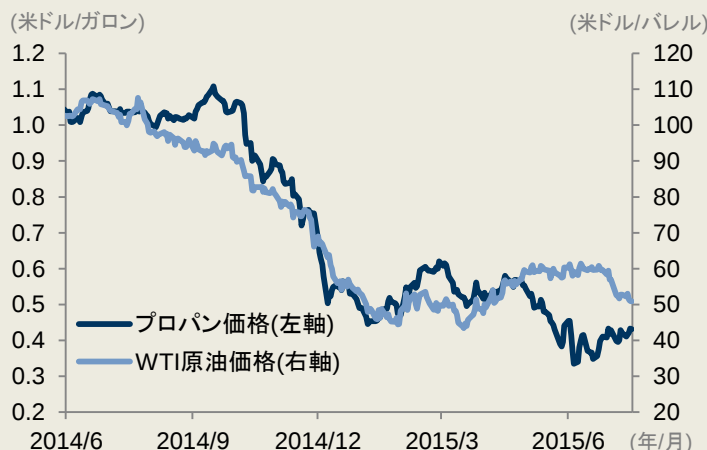


## 2 NGL(天然ガス液) 関連製品価格の下落

- NGL(天然ガス液)とは、天然ガス掘削の際の副産物の総称で、プロパンやブタンなどに分離されます。
- プロパン価格はこれまで原油価格と連動して推移していましたが、2015年5月以降は在庫の積み上がりを背景に下方乖離が広がりました。MLPの時価総額上位銘柄の一部は、NGLの分離・処理の事業構成が高く、関連銘柄の下落が市場全体を押し下げたと見られます。
- 中長期的には海外への輸出増加などによる需要の拡大がプロパン価格を下支えすると考えています。

(右図) 出所: ブルームバーグ、期間: 2014年6月1日～2015年7月17日  
使用している指数等については4ページ目下段をご覧ください。

&lt;プロパン価格および原油価格の推移&gt;



## あらためて理解する2014年以降のMLP市場動向(4/4)

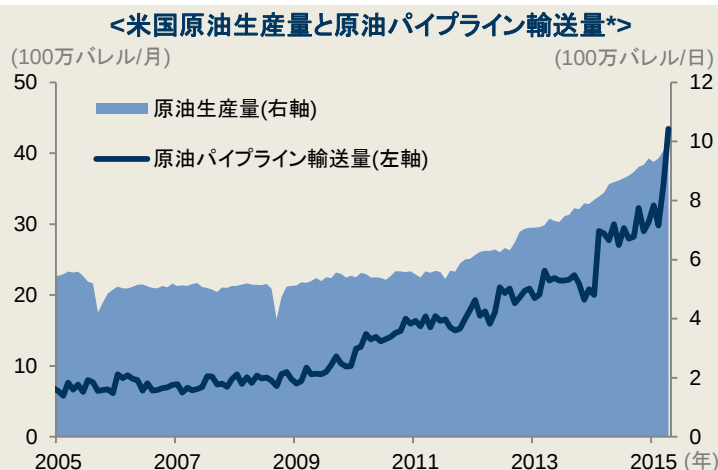
## MLPのキャッシュフロー拡大が引き続き見込まれる理由

- ・ 昨年後半以降の原油価格の急落をきっかけに、生産量に対する不透明感が広がり、MLP市場は大きく下落しました。
- ・ しかし、当社では生産性の向上した米シェールの生産拡大基調は続くと考えており、市場の懸念は行き過ぎだとしています。即ち、値動きの激しい調整局面において、市場の混乱から逆に投資機会が生じていると考えます。①パイプライン輸送量の増加と②インフレ率に連動するMLP特有の手数料体系などにより、多くのMLPのキャッシュフローは引き続き拡大すると考えています。

## 1 パイプライン輸送量の増加

- ・ MLPのキャッシュフロー拡大の源泉となるパイプライン輸送量は原油価格下落後も順調に増加基調を維持しています。
- ・ 右図は、米国の代表的な原油集積地であるオクラホマ州クッシングを含む米国中西部から、精油所の集うメキシコ湾岸地域への原油パイプライン輸送量を示しており、米国の生産量とともに順調に増加基調を維持していることがわかります。

(右図) 出所: ブルームバーグ、米エネルギー情報局、  
\*原油パイプライン輸送量は中西部からメキシコ湾岸部への輸送量  
期間: 2005年1月～2015年4月

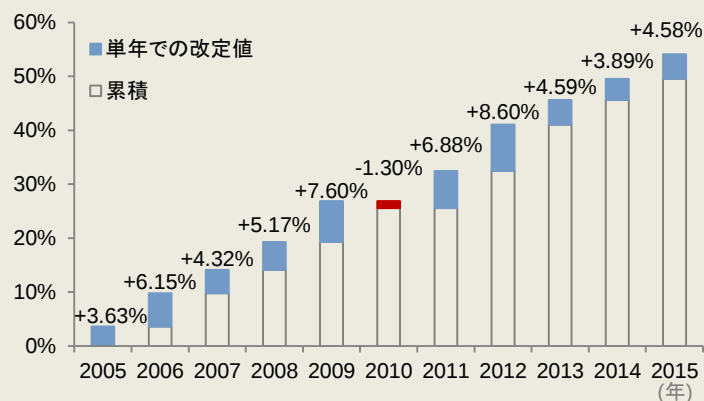


## 2 インフレ率に連動する手数料体系

- ・ MLPの主なビジネスの一つである原油パイプライン輸送は、米国連邦エネルギー規制委員会(FERC)により、現在「生産者物価指数(PPI)変化率+2.65%」で、毎年7月に手数料の改定が認められています。2015年7月には4.58%の引き上げが実施され、前回2014年7月の+3.89%からさらに上昇しました。
- ・ このようなインフレ率に連動する手数料体系は、MLPの安定的なキャッシュフロー拡大に寄与すると考えられます。

(右図) 出所: 米国連邦エネルギー規制委員会、  
期間: 2005年7月～2015年7月

## &lt;FERCによる原油パイプライン輸送料の改定値の推移&gt;



<各指数等について> MLP: アレリアンMLP指数(配当込み)、WTI原油価格: WTI原油スポット価格、プロパン価格: モントベルビュープロパンスポット価格、米国10年債利回り: ブルームバーグ米国10年国債ジェネリック利回り、すべて米ドルベース