

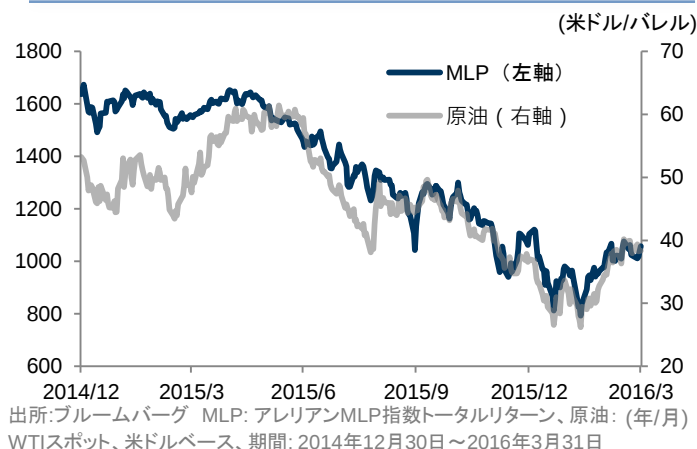
足元のMLP市場動向と今後の見通し (1/3)

情報提供資料

- 短期的には、MLP市場を取り巻く不透明要因は暫く残るものの、当社は、MLP市場に対して徐々に強気に傾き始めています。2017年に向けて原油需給が均衡する可能性の高まりや投資家センチメントの改善等がその理由です。
- 長期的には、米国の原油生産シェアは上昇すると見込まれ、エネルギーインフラに対する需要もまた増大すると見込まれます。いずれMLP市場は、配当成長+利回りを適正に織り込んだ従前のバリュエーションに回帰すると見ており、長期的な観点では、MLPは多大な上昇ポテンシャルを有する魅力的な資産クラスだと考えています。

2016年1-3月期のMLP市場の動向

MLPおよび原油価格の推移



- 2016年初のMLP市場は、前年末の弱い地合いを引き継ぎ、2月中旬にかけて下値を模索する展開が続きました。底値の見えない原油価格、MLPの減配懸念や一部の川上企業の破綻懸念など、MLPを取り巻く環境が悪化の一途を辿るなか、MLP市場は2月11日に前年末比-28.2%の年初来安値を付けました。
- しかし、2月中旬以降は、サウジアラビアやロシアなど一部産油国による増産凍結合意の報道等を契機に原油価格が反発すると、世界の金融市場のリスクオフ後退も加わり、MLP市場は上昇に転じました。3月末時点で、MLP市場は2月11日の安値からの約1か月半で33.4%の大幅な上昇を見せました。

原油市場の見通し

原油市場と価格の見通し

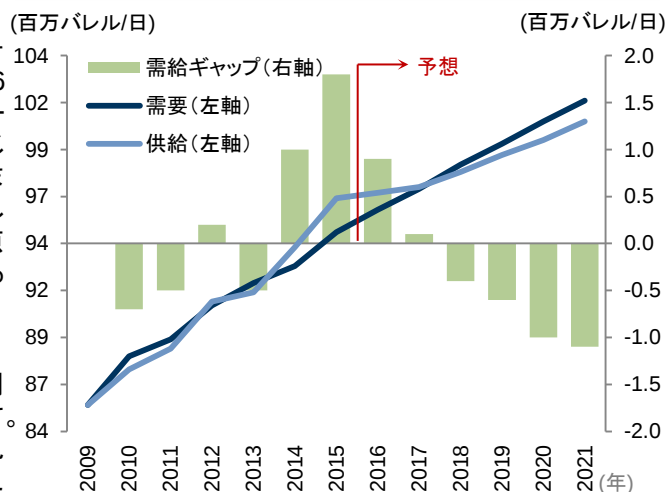
世界の原油需給の推移(予想)

生産投資削減により世界の原油需給は2017年までに均衡化

- 原油価格の急落は、世界中の新規開発プロジェクトを凍結させました。世界の原油生産投資は2015年に前年比24%減、2016年は更に同17%減少すると予想されています(国際エネルギー機関)。米国では2015年4月をピークに原油生産は減少に転じており、米国以外の非OPEC諸国もいずれ続くと考えられています。世界の原油生産の伸びは2016-17年にかけて大きく鈍化しますが、原油需要は安定的な増加基調が続くため、世界の原油需給バランスは2016年下期から2017年にかけて均衡化すると予想されています。

原油相場は、短期的には不透明要因残るも中期的には安定化へ

- 短期的には、夏のドライブシーズンを控え石油精製施設が定期検査に入るため、春先まで原油在庫は増大する傾向にあります。また経済制裁の解除されたイランが原油輸出を増大させると見られ、それらニュースフローが短期的に原油相場の頭を押さえる局面が想定されます。
- しかし、中期的には、世界の原油需給がタイト化に向かうなか、原油価格は徐々に安定化すると見られます。ただし、足元の在庫水準は高く、価格上昇には相当の時間を要する可能性があります。



Goldman Sachs

Asset Management

本資料は、情報提供を目的としてゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社(以下「弊社」といいます。)(が作成した資料であり、特定の金融商品の推奨(有価証券の取得の勧誘)を目的とするものではありません。本資料は、弊社が信頼できると判断した情報等に基づいて作成されていますが、弊社がその正確性・完全性を保証するものではありません。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。予測値の達成を保障するものではありません。本資料に記載された見解は情報提供を目的とするものであり、いかなる投資助言を提供するものではなく、また個別銘柄の購入・売却・保有等を推奨するものでもありません。記載された見解は資料作成時点のものであり、将来予告なしに変更する場合があります。本資料の一部または全部を、弊社の書面による事前承諾なく(複製、写真複写、あるいはその他のいかなる手段において複製すること、あるいは(II)再配布することを禁じます。 © 2016 Goldman Sachs. All rights reserved. <41488-OTU-224100>

足元のMLP市場動向と今後の見通し (2/3)

情報提供資料

米国の原油生産見通し

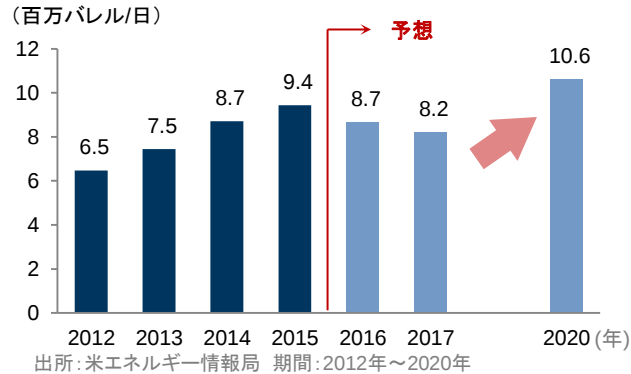
米国は一時的に減産に入るも、中期的には増産基調へ回帰

- 米国の原油稼働リグ（採掘装置）が2014年10月のピーク1,609機から372機（2016年3月）まで77%も急減したなか、2016年の米国の原油生産量は前年比-8.1%、2017年も同-5.5%と減産が予想されています。しかし、世界の原油需給が均衡化するとみられる2018年以降は、年々増加する需要を満たすため増産に転じることは必至と見られ、2020年まで年率+9%の生産拡大が予想されています（米エネルギー情報局）。

米国シェールの競争力高まりにより中長期的に生産シェアは上昇

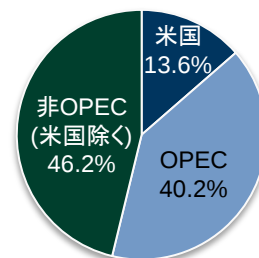
- 特に米国シェールは、技術革新等による生産性を大きく上昇させてきたこと、投資から生産へのリードタイムが在来型原油と比べて著しく短いこと等から、原油価格が回復する局面でいち早く生産を再開させ世界の生産シェアを拡大させる可能性が高いとの見方が強まっています。
- エネルギー世界最大手エクソンモービルによる長期見通し（2016年）によれば、2040年には北米の原油生産は40%増加（2014年比）し、なかでもシェールオイルは世界の原油生産の1割（1,120万バレル/日（2014年407万バレル/日））を占めるまで急拡大すると予想されています。また、北米は2020年、米国単独では2025年頃に原油の純輸出国になるとも予想しています。

米国 原油生産の推移(予想)

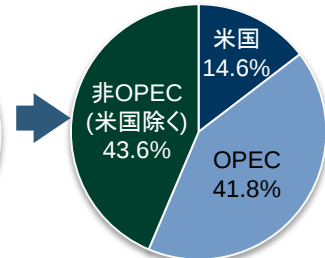


原油生産シェア予想 2016年及び2020年

【2016年予想】



【2020年予想】



出所: GSグローバル投資調査部、BP、GSAM

MLPのファンダメンタル動向と見通し

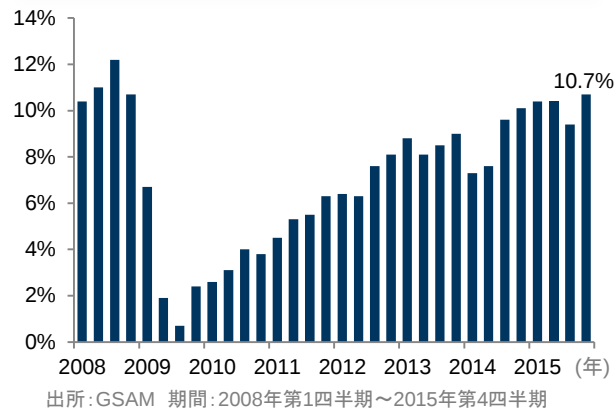
資金調達環境の悪化により一部MLPが減配に

- MLPにとって足元の最大の逆風の一つは、悪化した資金調達環境です。巨額の設備投資を必要とするMLPにとって、資本市場へのアクセスは必要不可欠ですが、MLPの配当利回りが大きく上昇したことで資本コストが上昇し、株式の新規発行が事実上閉ざされた状態が昨年11月から続いてきました。キンダーモルガンなど一部の川中企業が配当の大幅減額を発表したことで、2015年末から2016年初のMLP市場のセンチメントが悪化した主要因となりました。
- しかし、3月22日、Shell Midstream Partners LPが約4か月ぶりに公募増資の実施に成功し、MLPの資金調達環境は正常化に向かいつつあります。

多くのMLPは増配基調を維持

- 当社では、配当減額に踏み切るMLPは一部に限られ、大多数のMLPは増配を確保できると見ています。実際、2016年第1四半期の実績では、増配銘柄が62%、減配が21%（うち川中セクターは9%）、配当維持が17%となっています（2016年2月末時点）。減配したMLPは、配当カバレッジレシオが低く負債比率が高いにもかかわらず、新規プロジェクトを多く抱え資金需要の高い傾向があります。

MLP配当成長率(前年同期比)の推移



2016年第1四半期 前年同期比 配当の増減



出所: GSAM 2016年2月29日時点

Goldman Sachs

Asset Management

本資料は、情報提供を目的としてゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社（以下「弊社」といいます。）が作成した資料であり、特定の金融商品の推奨（有価証券の取得の勧誘）を目的とするものではありません。本資料は、弊社が信頼できると判断した情報等に基づいて作成されていますが、弊社がその正確性・完全性を保証するものではありません。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。予測値の達成を保障するものではありません。本資料に記載された見解は情報提供を目的とするものであり、いかなる投資助言を提供するものではなく、また個別銘柄の購入・売却・保有等を推奨するものでもありません。記載された見解は資料作成時点のものであり、将来予告なしに変更する場合があります。本資料の一部または全部を、弊社の書面による事前承諾なく（i）複写、写真複写、あるいはその他のいかなる手段において複製すること、あるいは（ii）再配布することを禁じます。 © 2016 Goldman Sachs. All rights reserved. <41488-OTU-224100>

足元のMLP市場動向と今後の見通し (3/3)

情報提供資料

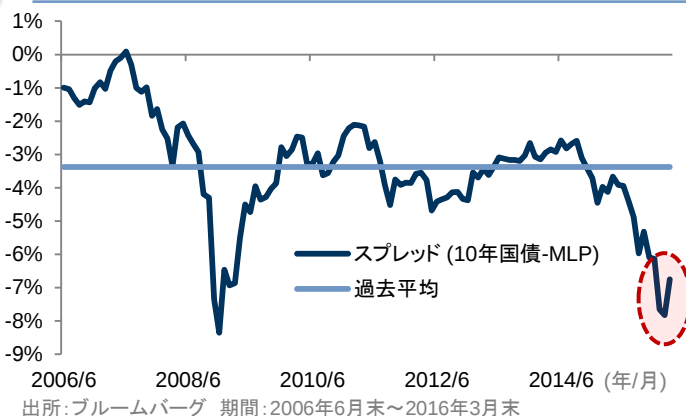
MLP市場の見通し

魅力的なバリュエーション

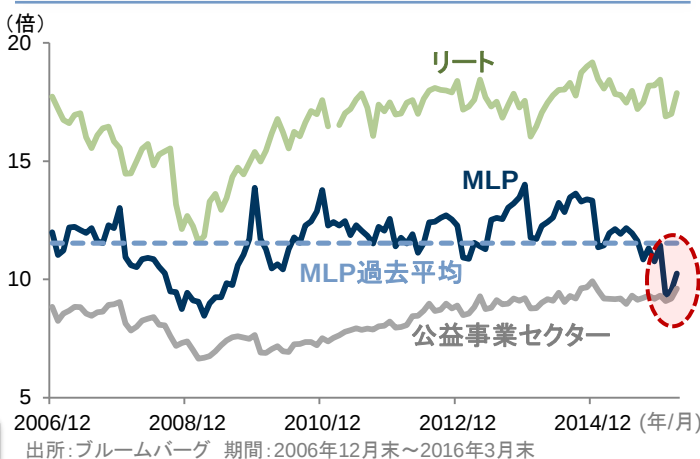
歴史的な安値水準にあるバリュエーション

- 2014年9月から約1.5年に及ぶ下落相場を経て、現在のバリュエーションは歴史的な水準まで低下しました。これまでMLPの代表的なバリュエーション指標とされてきた米10年国債利回りとMLP配当利回りのスプレッドは、過去平均を大きく下回る水準まで低下し、2008年のリーマンショック以来の歴史的な水準で推移しています。
- 一方、足元でMLPの予想配当に対する確信度が低下しているなか、MLPのバリュエーションは利回りスプレッドからEV/EBITDA倍率に移行したとみています。足元のMLPのEV/EBITDA倍率は10.2倍であり(2016年3月末)、過去平均11.5倍を下回り推移しています。加えて、同様のインフラセクターとしてリート及び公益事業セクターのEV/EBITDA倍率と比較すると、これまで公益事業セクターに対し平均3倍強のプレミアム付きで取引されてきたなか、足元では初めて公益セクターとほぼ同水準で取引されている状況を考慮すると、MLP市場の下値余地は限定的と考えられます。

MLP配当および米10年国債利回りのスプレッド推移



MLP/リート/公益事業セクター EV/EBITDA倍率の推移



好転したMLP市場の需給

米国個人投資家の投資センチメントが好転

- 2016年2月の米国籍MLPファンドへの純流入額は8.5億ドルとなり、単月としては2015年5月以来の大きな純流入となりました。特にオープンエンドファンドは6.4億ドルとなり、2014年11月以来1年3ヶ月ぶりの大きな流入額となり、米国の個人投資家のセンチメントは足元大きく改善してきた可能性があります。

MLP市場の見通し

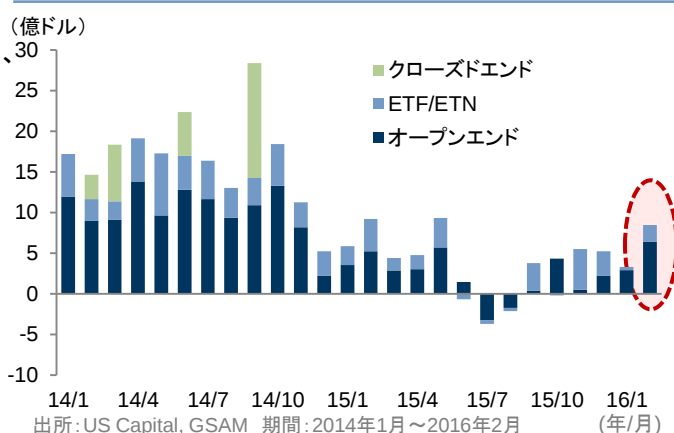
短期見通し: 慎重ながらもやや強気な見方へ傾斜

- 当社は、MLP市場の最悪期は過ぎた可能性が高いとの見方を強めています。原油市場の需給好転の確度が高まってきたこと、歴史的に割安なバリュエーション、需給面の好転等がその理由です。ただし、原油在庫の増加や川上企業の破綻等に関するニュースフローはまだ続く可能性があり、一時的に神経質な展開に逆戻りする局面も十分に想定されます。

長期見通し: 強気

- 技術革新に伴う米国シェールの競争力向上により、米国の生産シェアは長期的に上昇すると見込まれるなか、インフラに対する需要もまた長期的に増大すると見込まれます。いずれMLP市場は配当成長+利回りを適正に織り込んだ従前のバリュエーションに回帰すると見ており、長期的には、多大な上昇ポテンシャルを有する魅力的なエントリーポイントだと考えられます。

米国籍MLPファンドへの資金純流入の推移



Goldman Sachs

Asset Management

本資料は、情報提供を目的としてゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社(以下「弊社」といいます。)が作成した資料であり、特定の金融商品の推奨(有価証券の取得の勧誘)を目的とするものではありません。本資料は、弊社が信頼できると判断した情報等に基づいて作成されていますが、弊社がその正確性・完全性を保証するものではありません。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。予測値の達成を保障するものではありません。本資料に記載された見解は情報提供を目的とするものであり、いかなる投資助言を提供するものではなく、また個別銘柄の購入・売却・保有等を推奨するものでもありません。記載された見解は資料作成時点のものであり、将来予告なしに変更する場合があります。本資料の一部または全部を、弊社の書面による事前承諾なく(1)複写、写真複写、あるいはその他のいかなる手段において複製すること、あるいは(2)再配布することを禁じます。 © 2016 Goldman Sachs. All rights reserved. <41488-OTU-224100>