

概要

- 2016年2月の原油価格の底入れを境にMLP市場は反発が続く
- 原油需給バランス改善を背景に、WTI原油価格は2016年末50ドル、2017年末60ドルまでの上昇を見込む
- MLPのファンダメンタルズは健全。全体のキャッシュフローは順調に拡大しており、増配傾向が続く
- MLPのバリュエーションは魅力的な水準
- **現在、MLPは高水準の配当利回りと更なるリカバリー余地を有する、魅力的な資産クラスだと考えられる**

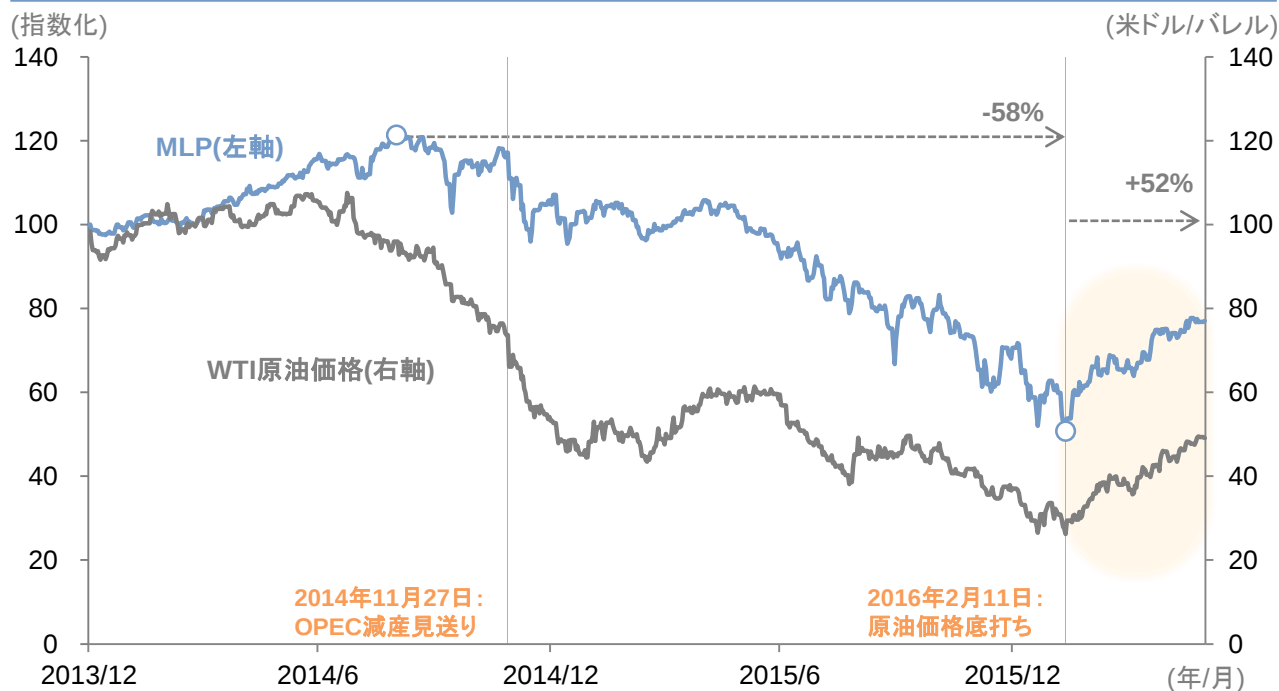
これまでのMLP市場の振り返り

約1年半に及ぶ下落を経て、2016年2月の原油価格の底入れを境にMLP市場は反発

2014年11月のOPEC(石油輸出国機構)総会での減産見送りを契機に、原油市場の秩序は大きく転換しました。原油需給の調整役「スウィング・プロデューサー」を担ってきたOPECがその役割を放棄したことを受け、市場が新たな均衡点を模索する中で、WTI原油価格は一時30ドル台を割る水準まで大きく下落しました。

MLP市場も米国原油生産量の減少、資金調達環境の悪化、一部大型銘柄の減配などの悪材料が続く中で、原油価格との相関を強め、ピークを付けた2014年8月末から2016年2月11日にかけて58%下落しました。その後、米国をはじめとする非OPEC諸国の生産調整の進行などを受け、原油需給が均衡化へ向かうとの期待などから原油価格が底打ちすると、MLP市場も上昇に転じました。MLP市場は直近の底値を付けた2016年2月11日から5月末にかけて52%上昇しています。

MLPと原油価格の推移



出所: ブルームバーグ、期間: 2013年12月末～2016年5月末、MLPは2013年12月末を100として指数化
MLP: アレリアンMLP指数(配当込み、米ドルベース)、WTI原油価格はスポット価格



原油市場と価格の見通し

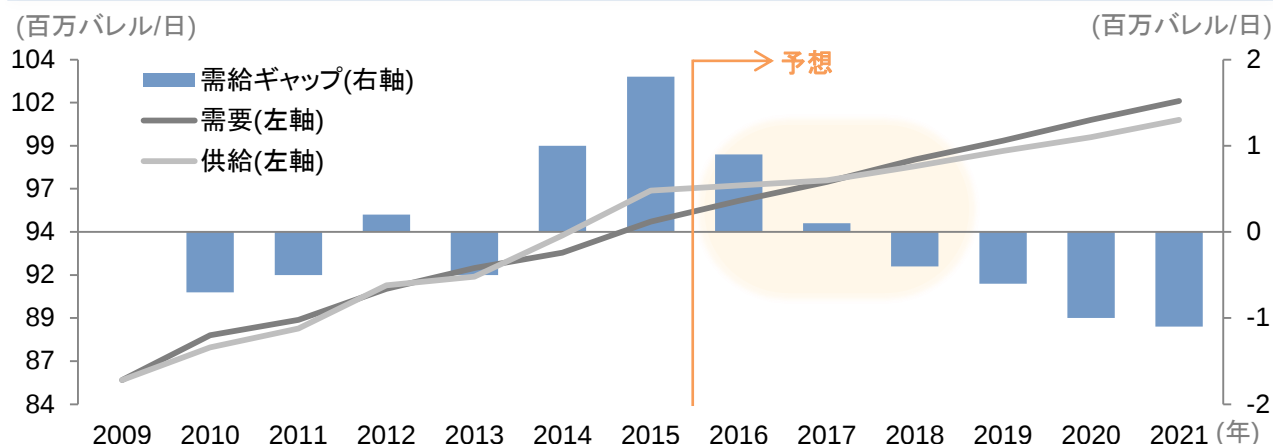
世界の原油需給は2016年後半にかけて均衡化へ向かう

原油価格の急落は世界の新規開発プロジェクトを凍結させました。2015年4月をピークに米国の原油生産は減少に転じ、米国以外の非OPEC諸国の生産も減少しはじめました。一方、緩やかな経済成長を背景に世界の原油需要は安定的な増加基調が続く、世界の原油需給バランスは2016年後半にかけて均衡化へ向かうと考えられます。

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

イランなど一部OPEC諸国の増産可能性などもあり、原油相場は短期的には不透明要因が残っています。しかし、中期的には、世界の原油需給タイト化を背景に、原油価格は徐々に値を切り上げる形で安定化に向かうと見ています。当社では、WTI原油価格の見通しとして、2016年末を50ドル、2017年末を60ドル程度と予想しています。

世界の原油需給の推移

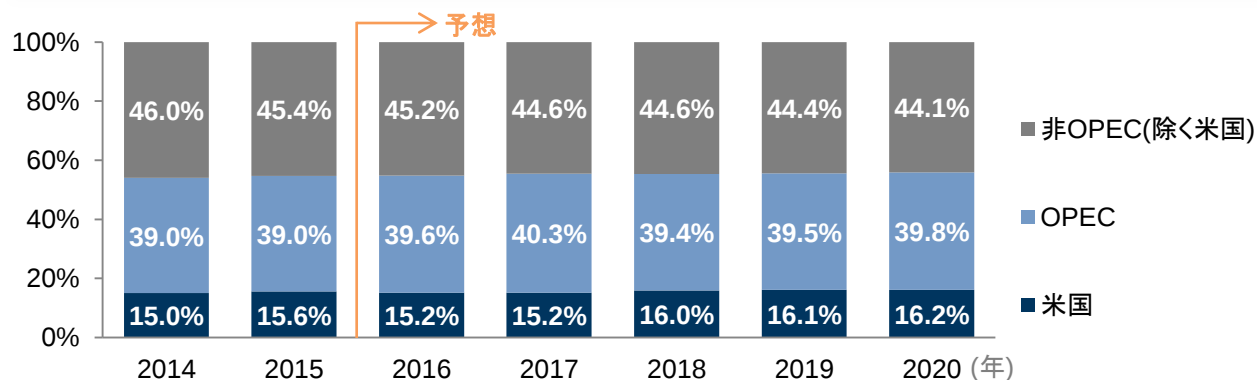


出所：国際エネルギー機関、期間：2009年～2021年(2016年以降は2016年2月時点の予想値)

米国シェールの競争力高まりにより中長期的に米国の原油生産シェアは上昇

米国シェールは、技術革新等により生産性を大きく向上させてきたこと、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などから、原油価格が回復する局面では、より早く生産を再開させることが可能です。米国シェール業界は再び活力を取り戻し、中長期的に米国の原油生産シェアは拡大すると見られています。

世界の原油生産のシェア推移



出所：米エネルギー情報局、期間：2014年～2020年(2016年以降は2016年5月時点の予想値)



米国の天然ガス生産見通し

安定した生産拡大が続く米国天然ガス

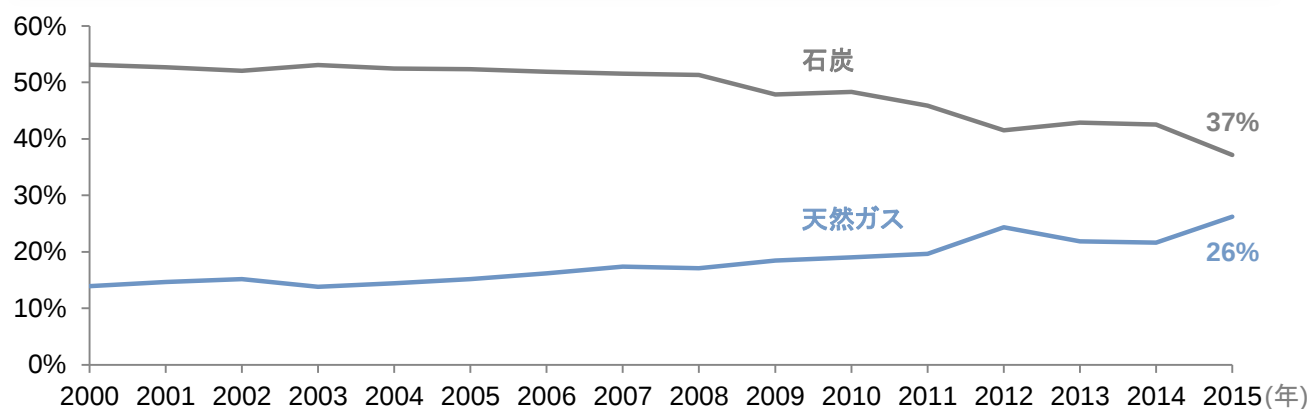
天然ガス・インフラ関連セクターは、原油関連セクターを上回るMLP市場の最大のセクターです。天然ガスの需要は、短期的には気候要因により変化しますが、中長期的には2つの構造的な拡大要因が牽引しています。

構造的な需要拡大要因: ①発電用エネルギー

米国では、発電所を対象とするCO2排出の新規制を背景に、発電用エネルギーが石炭から天然ガスにシフトしています(Coal to Gas)。同規制により石炭火力発電所の新設が困難になり、順次廃炉になった石炭火力発電所から天然ガス火力発電所へ転換が進行し、発電用エネルギーに占める天然ガスのシェアが足元拡大しています。

2015年12月に採択されたCOP21「パリ協定」で見られるように、世界的にCO2排出抑制へ向けた機運は高まりつつあり、相対的にCO2排出量の少ない天然ガスに対する需要は、世界的にも高まっていくと見られます。

米国 発電用エネルギー 構成比推移

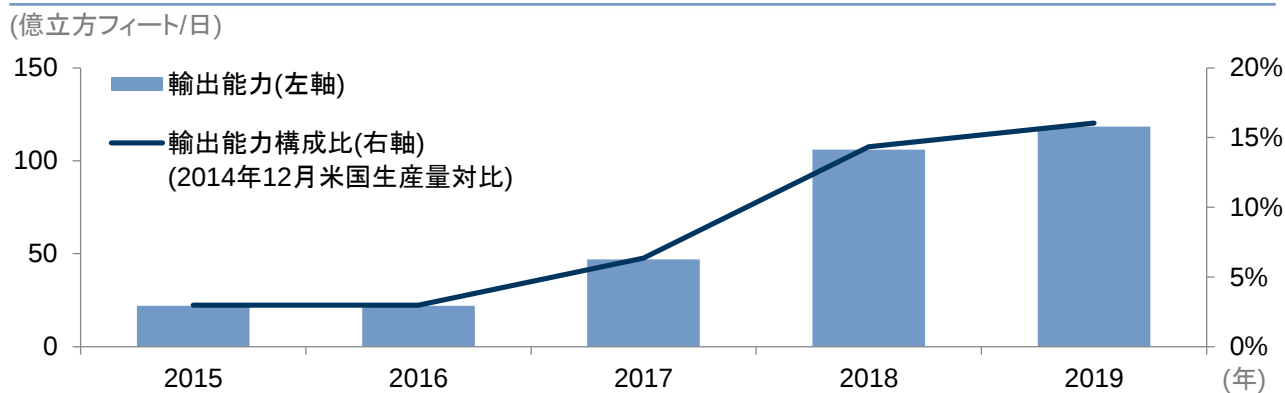


出所: 米エネルギー情報局、期間: 2000年～2015年

構造的な需要拡大要因: ② LNG(液化天然ガス)

LNGの非FTA締結国向けの輸出の承認を受けた施設は、現在9施設あります。2015年末から2019年にかけて、順次稼働が開始されています。これら9施設のLNG転換能力は、現在の天然ガス生産量の16%に相当します。政治経済の安定した先進国からエネルギーを調達することは、安全保障の観点からもその意義は大きく、米国産LNGに対する需要は長期的に増大するものと考えられます。

米国LNG輸出能力



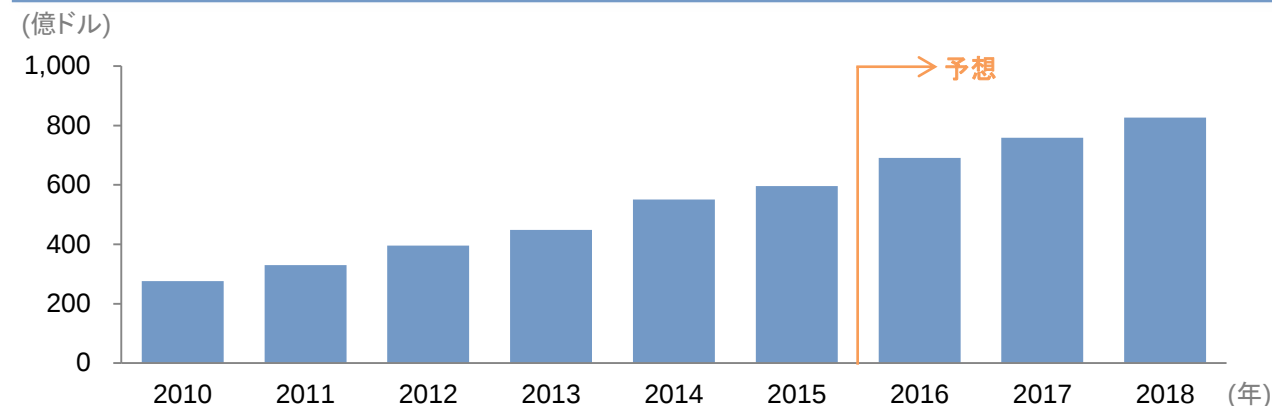
出所: ブルームバーグ、会社IR資料よりGSAM作成、期間: 2015年～2019年、2016年3月末時点の非FTA締結国向け承認施設の集計

MLPのファンダメンタルズ

MLPのキャッシュフロー創出能力は引き続き堅固

資金調達環境と一部企業におけるバランスシートの悪化がMLPに対する逆風となりましたが、当社ではMLPの保有する資産とキャッシュフロー創出能力は引き続き堅固だと見ています。実際、2014年後半の原油価格下落後もMLPの創出するキャッシュフローは順調に拡大し、今後もその傾向は継続すると見込まれています。

MLPユニバース キャッシュフロー(調整後EBITDA)の推移



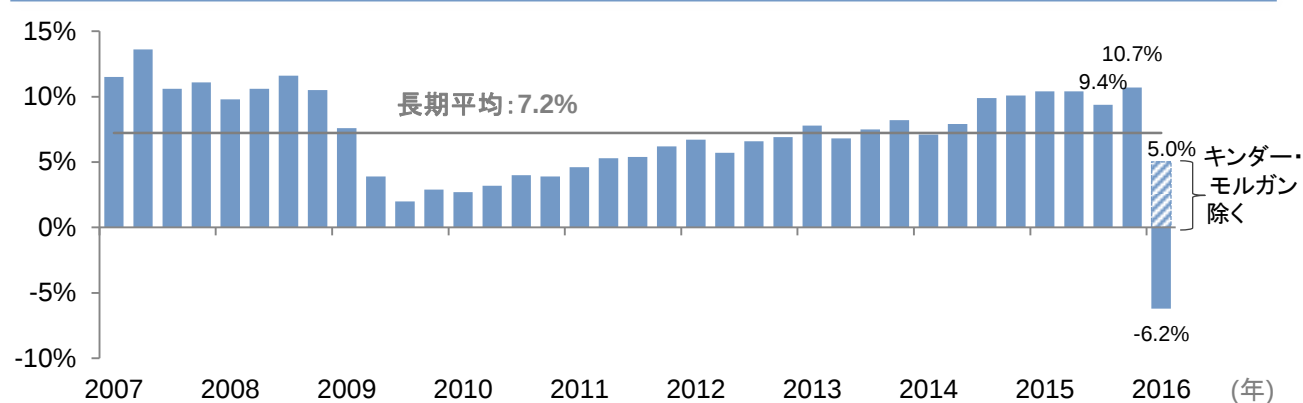
出所: ブルームバーグ、GSAM、期間: 2010年～2018年、2016年以降は2016年6月1日時点の予想値
GSAMの定義するMLPユニバース(MLP関連証券含む)のうち、時系列データが取得可能な67銘柄の調整後EBITDA合計値

資金調達環境の悪化により一部MLPが減配となるも、多くのMLPは増配基調を維持する公算

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。しかし、MLP市場の下落による資本コストの上昇から、資本市場へのアクセスが事実上閉ざされた状態が2015年後半から続きました。一部の川中企業は設備投資資金を補うため、もしくは信用格付けを維持するために配当の減額を発表し、MLP市場のセンチメント悪化を招きました。足元では市場の落ち着きとともに、資金調達環境は正常化に向いつつあります。

2016年第1四半期の実績では、時価総額で大きな割合を占めるキンダー・モルガンが72%の減配を発表したため、MLP市場全体(時価加重平均)の配当成長率はマイナスとなりましたが、同銘柄を除くと+5.0%の増配となりました。当社では、今後数年の配当成長率(キンダー・モルガンを除く)を4～5%程度と予想しています。過去平均と比べてやや低水準なものの、多くのMLPは増産基調を維持すると見ています。

MLPユニバース 配当成長率(前年同期比)の推移



出所: ブルームバーグ、GSAM、期間: 2007年1-3月期～2016年1-3月期、
GSAMの定義するMLPユニバース(MLP関連証券含む)の前年同期比配当成長率

魅力的なバリュエーションと投資家センチメントの改善

魅力的なバリュエーション

現在のMLPのバリュエーションは依然として魅力的です。5月末時点の配当利回りは7.6%と高水準で、米国債との利回り格差も依然として金融危機以来の水準で推移しています。中期的には、利回り格差は過去平均に回帰すると見ており、その過程においてMLP市場は大幅な上昇余地があると考えています。

MLPの米国10年債との利回り格差の推移

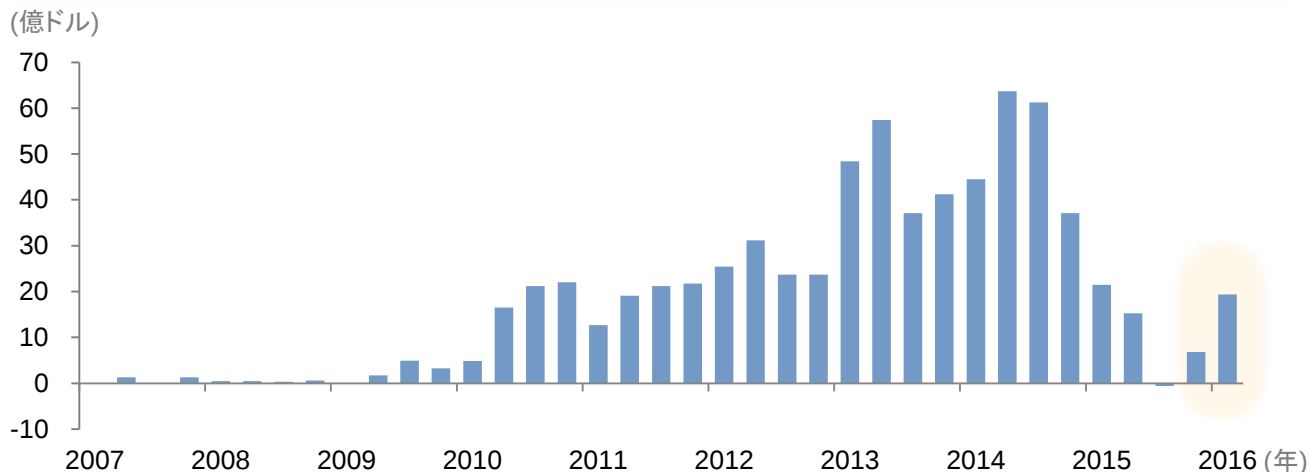


出所: ブルームバーグ、期間: 2002年12月末～2016年5月末、アレリアンMLP指数と米国10年利債利回りの利回り格差

投資家センチメントの改善

米国籍MLPファンドからの資金フローは、2015年7-9月期に計測開始来初めて資金流出に転じたものの、2015年10-12月期以降は再度資金流入に転じています。2016年1-3月期は約19億ドルの資金流入となり、投資家センチメント回復の傾向が見られています。

米国籍MLPファンドへの純資金流入額



出所: US Capital、期間: 2007年1-3月期～2016年1-3月期