

OPEC減産合意に対する見方とMLP市場の見通し

概要

- 2016年9月28日のOPEC減産合意は、短期的に原油価格の下支え要因になるも、中長期的な実効性は不透明
- OPEC減産有無にかかわらず、足元の世界の原油市場は供給過剰の解消が着実に進展。原油価格は米シェールの損益分岐原油価格に収斂する形で、2017年以降に1バレル50ドル台前半で安定化すると予想
- MLPのバリュエーションは依然として魅力的。資金調達環境が改善したことで、今後M&Aや業界再編が活発化する見込み



OPEC(石油輸出国機構)の減産合意と原油市場の見通し

OPEC 8年ぶりの減産で合意

2016年9月28日、アルジェリアの首都アルジェで開催されたOPEC臨時総会において、加盟国の原油生産量を日量3,250-3,300万バレルに削減することで合意したと発表されました(2016年8月時点で3,369万バレル)。会合直前まで「増産凍結」すら合意は困難とみられていたところ、結果的に「減産」まで踏み切ったことで、金融市場にはポジティブ・サプライズとなり、同日の原油価格は前日比+5.3%と急反発しました(WTIスポット)。

OPEC減産合意に対する当社の見方

今回のOPEC減産合意が原油相場に与える影響について、短期的には、原油価格の下支え要因になるとみています。しかし、中長期的な実効性は、以下の理由から不透明と考えています。

1)イラン、リビア及びナイジェリアは減産免除とされる可能性が高く、その他加盟各国の減産規模など詳細の決定は11月30日開催のOPEC総会に先送りされ、減産そのものの実現性が依然として不透明であること。

2)仮に減産が実現したとしても、中長期的には米国のシェア拡大に帰結する可能性が高く、減産による効果の持続可能性に疑問が残ること。

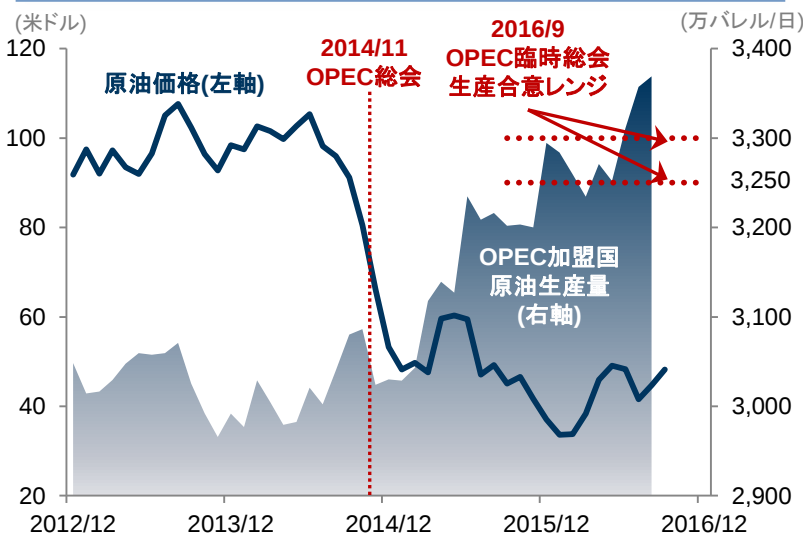
世界の原油需給見通し

当社では、OPECによる減産の実現可否にかかわらず、足元の世界の原油市場は供給過剰の解消を着実に達成しつつあるとみています。2014年末以降の原油価格急落は、世界の原油開発プロジェクトを凍結させ、米国をはじめとする非OPEC諸国では減産の動きが広がってきました。

2016年初来 MLP市場と原油価格の推移



原油価格およびOPEC加盟国原油生産量の推移



OPEC減産合意に対する見方とMLP市場の見通し

加えて、2016年にはカナダの大規模な山火事に始まり、ナイジェリアの反政府組織による石油施設攻撃やリビアの内紛による港湾施設封鎖など、原油供給が一時的に停止する事象が頻発し、足元の原油需給は急速にタイト化に向かったとみられます。

もっとも、それら一時的な供給停止はいずれ再開される性質のもです。しかし、中長期的には、産油国による増産投資が大幅に削減されたため、既存油井では経年による生産減(通常年率4-5%程度)が続く一方、世界経済成長に伴う需要増(通常年率1%強)が見込まれるなか、原油市場はむしろ供給不足に陥る可能性すらあると考えています。

原油相場を事実上動かす米国シェール

当社では、OPECによる減産が実現しないとの前提に立っても、世界の原油需給のタイト化を背景に、原油価格は徐々に下値を切り上げる形で安定化するとの見方を維持します。具体的には、2017年の平均原油価格を52.5ドル、2018年以降は同55ドルと予想しています(WTIスポット)。

米国シェールは、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いち早く生産を再開させることが可能です。技術革新等により生産性を大きく向上させた米国シェール企業の足元の平均的な損益分岐原油価格は1バレル50-60ドル程度とみられることから、原油価格が1バレル55ドル以上に上昇すると過半のシェール油井が再稼働すると予想され、それが原油価格の事実上の上値になり得るとの見方です。米国シェールは、世界の原油相場を事実上主導する生産主体と言えます。



MLPのファンダメンタルズ見通し

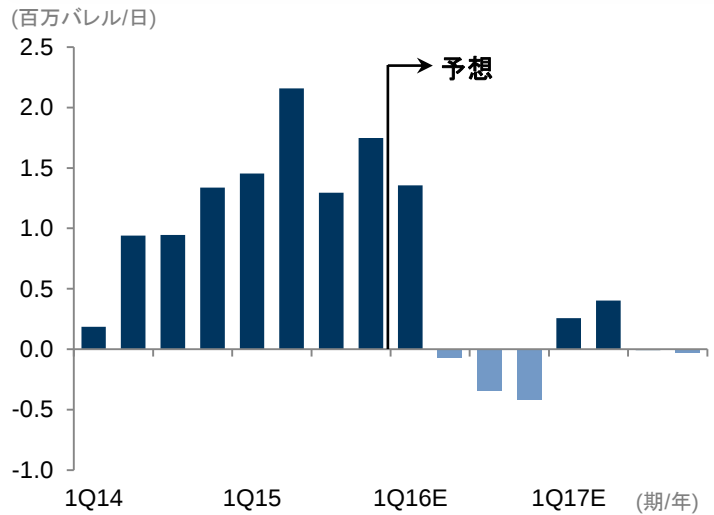
キャッシュフローは高水準の成長続く

探鉱・生産等を営む川上セクターの設備投資削減により、当面はインフラ運営を行うMLPの設備投資も減少傾向が続く見通しです。2015年には川中セクター全体で460億ドルもの設備投資を行いました。2018年には300億ドル未満まで縮小するとみられています。その一方、過去に投資したプロジェクトの稼働開始等に伴い、キャッシュフローの拡大基調は持続すると見られています。2015-18年のEBITDAは年率+14.5%で成長する見込みです。

財務基盤の強化で中長期の配当成長力も拡大

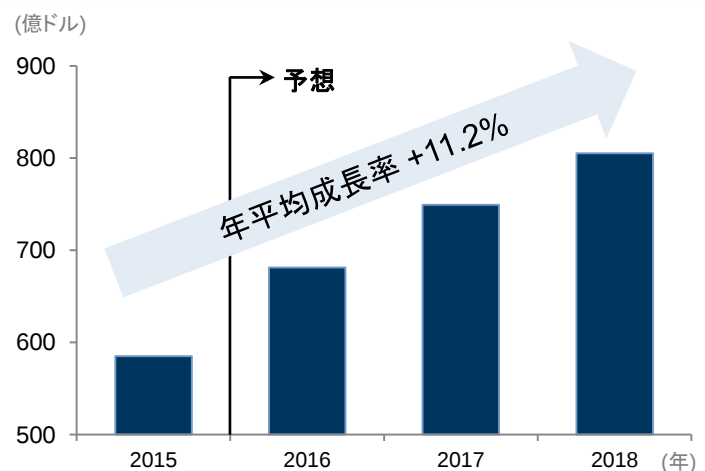
足元では保守的な運営をするMLP経営陣が多く、増大するキャッシュフローは財務基盤の強化が優先され、配当成長は一時的に減速する見込みです。2016年の配当成長は+3-5%程度に止まるとみられますが、2017-18年以降には長期的な平均配当成長率である+7-8%程度に回帰する可能性が高いと考えています。

世界の原油需給の推移(予想)



出所: 国際エネルギー機関、ゴールドマン・サックス・グローバル投資調査部、GSAM 期間: 2014年第1四半期~2017年第4四半期(2016年第1四半期以降は予想) 2016年5月15日時点予想

MLP キャッシュフロー(調整後EBITDA)の推移(予想)



出所: ブルームバーグ、GSAM 期間: 2015年~2018年(2016年以降はブルームバーグ予想(2016年10月4日時点))

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



MLP市場の見通し

依然として魅力的なバリュエーション

MLPが堅調なファンダメンタルズを維持するなか、足元のバリュエーションは依然として極めて魅力的です。MLPの配当利回りは7%台で高止まりしており、低水準で推移する米国10年債利回りとのスプレッド(利回り格差)は、金融危機以来の水準で高止まりしています。

資金調達環境が回復

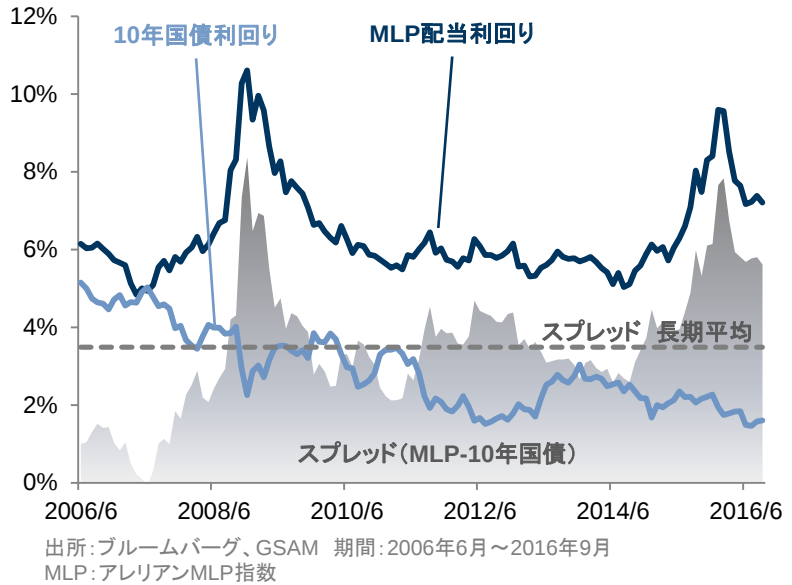
巨額の設備投資を必要とし、キャッシュフローの多くを投資家に還元するビジネスモデルを有するMLPにとって、健全な資金調達環境は、事業運営に必須のものです。MLP市場のセンチメントが最も悪化した2015年末から2016年初にかけて、資本市場による資金調達は事実上殆ど閉ざされた状態に陥りましたが、市場が落ち着きを取り戻し始めた4-6月期以降、公募増資や起債による資金調達は徐々に増加しつつあります。

そして2016年9月14日には、1年3ヶ月ぶりに新規株式公開(IPO)が成功し、資金調達機能がより一層健全化した証左となりました。

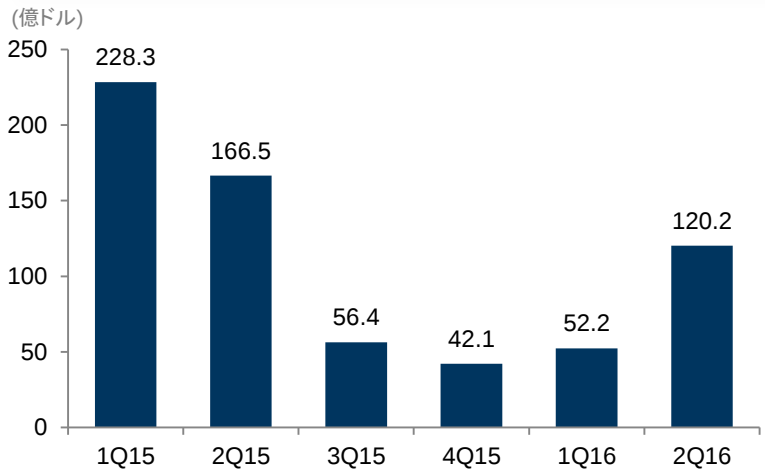
活発化するM&Aと業界再編への期待

MLPのバリュエーションが低いなか、資金調達環境が回復したことは、M&Aが活発化する条件を満たした形となります。実際に9月6日、カナダのMLP投資会社エンブリッジが米国のMLP投資会社スペクトラ・エナジーを2.9兆円で買収することを発表しました。このM&Aは、両社の株価が大幅上昇するなど市場に好感され、今後の更なる業界再編への期待値を高める形となりました。

MLP配当利回りと10年国債利回りのスプレッド推移



MLP 資本市場からの資金調達額の推移



出所: ブルームバーグ、パークレイズ、UBS、US Capital Advisors、GSAM
期間: 2015年第1四半期～2016年第2四半期