

米中流エネルギー産業の現状とMLP市場の見通し

- 原油価格は50米ドル台で底入れの兆し。資金調達環境が改善し、米エネルギー企業の資金不安は後退傾向。
- 米中西部からメキシコ湾岸への原油パイプライン輸送量は拡大基調。今後も新規計画の稼働が輸送量を押し上げへ。
- MLPは軟調な推移が続くも、割安に評価される傾向。機関投資家の保有拡大はMLPの適正な評価に繋がると期待。
- MLP再評価のポイント:①設備投資によるキャッシュフロー拡大、②親会社からの資産取得、③安定した配当成長

当面の原油価格の見通しと注目点

2014年9月から急落したWTI原油価格は、足元で1バレル＝50米ドル台で底入れの兆しがみえつつあります。米エネルギー情報局(EIA)が4月7日に公表した「短期エネルギー見通し」によれば、原油価格は2015年後半より緩やかな回復基調に転じ、2016年には70米ドル台へ持ち直すとの見通しが示されています(図1)。

当面の原油市場では、①6月末を交渉期限とするイラン核問題の最終合意の行方や、②6月5日の石油輸出国機構(OPEC)総会などの重要イベントを控え、原油価格は神経質な展開が続く可能性があります。これらイベントによる原油価格の下落リスクが限定的となれば、2015年後半には世界的な石油需給の正常化が原油価格の回復を後押しすると考えられます。

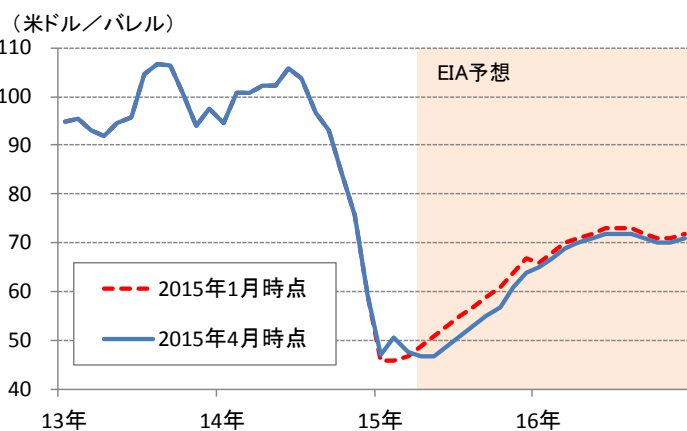
米エネルギー企業の資金調達環境は改善傾向

米国の石油産業では、2015年に入り原油価格が50米ドル台で安定化し始める中、エネルギー関連企業による資金調達環境が改善に向かいつつあります。

原油価格の急落によって急上昇した米エネルギー・セクターのハイ・イールド社債利回りは、2014年12月中旬をピークに足元では緩やかな低下基調にあります(図2)。また、エネルギー・セクターの中でも、中流エネルギー企業(含むMLP)の社債利回りは、原油価格下落後の金利上昇が限定的であった上に、足元では5%台前半へ低下するなど金利環境の正常化が進んでいます。

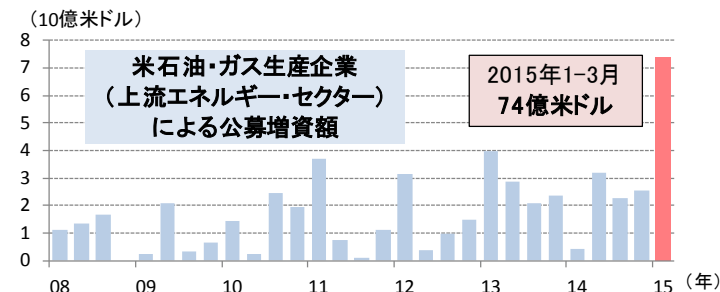
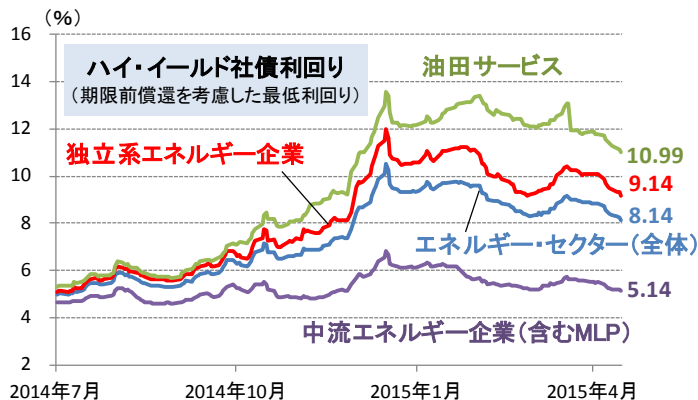
また、2015年1-3月には米石油・ガス生産企業は公募増資によって74億米ドルという記録的な株式調達を行っています(図2下段)。当初は原油価格の急落によって米石油関連企業の連鎖的な破綻リスクが懸念されたものの、米エネルギー・セクターへの株式・社債投資家の資金回帰によって、上流エネルギー企業の目先の資金不安は後退しつつあると考えられます。

図1: WTI原油価格の実績と予想(EIA)



(出所)米エネルギー情報局(EIA) (期間)2013年1月～2016年12月

図2: 米エネルギー企業の資金調達環境



(出所)パークレイズ、ファクトセット
(期間)社債利回り:2014年7月1日～2015年4月15日
公募増資:2008年1-3月～2015年1-3月

拡大するメキシコ湾岸への原油パイプライン輸送

中流エネルギー・セクターでは、原油価格の急落後も、シェール・オイル輸送網の大動脈である中西部からメキシコ湾岸への原油パイプライン輸送量の拡大基調が続いています。多くの場合、ノースダコタ州バッケンなど内陸部で生産されたシェール・オイル(原油)は、オクラホマ州クッシングに集積され、最終的に石油精製施設が多く集まるメキシコ湾岸へ輸送されます。2015年1月には中西部からメキシコ湾岸への原油パイプライン輸送量は前年同月比2.1倍の2,277万バレルへ拡大しました(図3)。

大手MLPは大規模な原油輸送パイプラインを計画

さらに、中西部からメキシコ湾岸への原油パイプライン輸送量は、今後も大規模プロジェクトの稼働によって一段の拡大が見込まれています。

大手MLPのエネルギー・トランスファー・パートナーズ(ETP)は現在、イリノイ州ノバカ(中西部)からテキサス州ネダーランド(メキシコ湾岸)に向けて、既存の天然ガス・パイプラインを原油パイプラインへ転換する工事を進めています。パイプラインは2016年末までの稼働開始が予定されており、当初の原油輸送量は日量45万バレル(月間1,350万バレル)が見込まれています(最大輸送能力はバッケンの原油生産量の約半分に相当する日量57万バレル)。

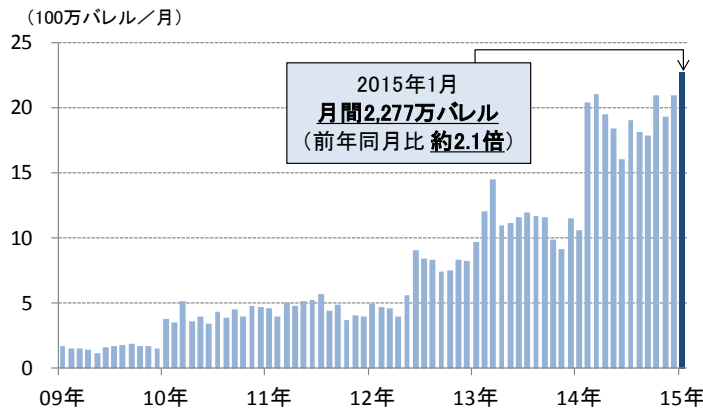
原油の鉄道輸送は安全面での懸念が浮上

また、2013年7月にカナダ・ケベック州で発生した大規模な原油輸送列車の脱線事故を契機に、米国内で原油の鉄道輸送への安全面での懸念が高まっていることも、パイプラインによる原油輸送が再評価される要因となっていると考えられます。

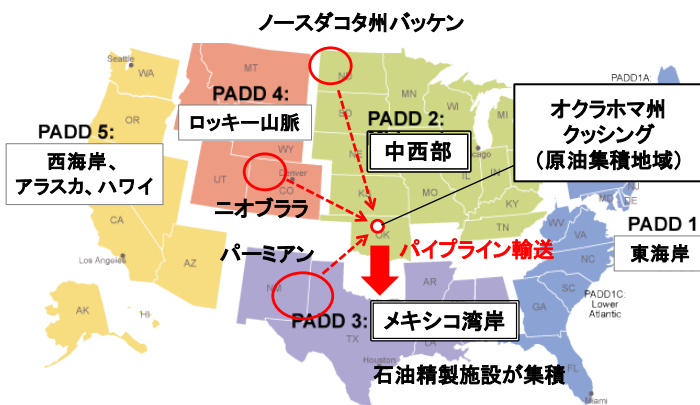
米国における原油の鉄道輸送量は2011年頃から急速に拡大してきましたが、ケベック州での事故が発生した2013年以降は、原油生産量の拡大ペースと比較すると鉄道輸送量の増加は頭打ちの傾向にあります(図4)。

一方、米石油パイプライン協会によれば、2013年に自然災害や事故等によりパイプラインから流出した原油および石油は、輸送量全体の0.001%と軽微に留まるなど、パイプライン輸送は安全性が高いと言われています。

図3:「中西部」から「メキシコ湾岸」へのパイプラインによる原油輸送量

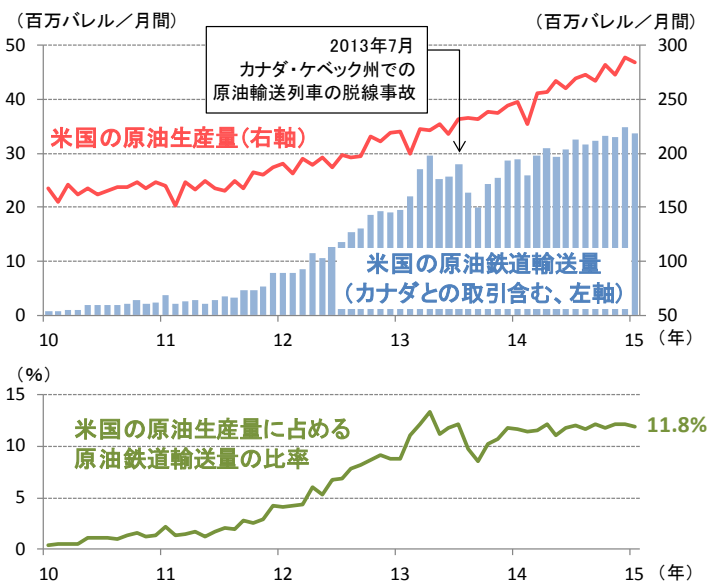


【国防石油行政区(PADD)】



(出所)米エネルギー情報局(EIA) (期間)2009年1月~2015年1月

図4:米国の原油生産量と原油鉄道輸送量の推移



(出所)米エネルギー情報局(EIA) (期間)2010年1月~2015年1月

当資料は、参考情報の提供を目的としてレグ・メイソン・アセット・マネジメントの情報を基に、野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料中の記載事項は、全て当資料作成時以前のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料中のいかなる内容も将来の運用成果または投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。

原油価格急落を受けてMLPの軟調な推移続く

原油価格が急落し始めた2014年9月以降、エネルギー株の大幅な調整に連れてMLP市場も軟調な推移が続いています。主要3資産の2013年初以降のトータル・リターンを比較すると、足元では米国株や米国REITに対してMLPは出遅れる傾向にあります(図5)。

配当利回りからみたMLPの投資魅力

一方、昨年来のMLP価格の下落に伴って、MLPの予想配当利回りは足元では6%前後の水準に上昇しています。世界的な金融緩和の拡大によって投資対象の低利回り化が進む中、米国株や米国REITに対してMLPは配当利回りの面で相対的な投資魅力が増していると考えられます(図5下段)。

MLPには米国株や米国REITと比較して割安感も

また、MLPのバリュエーション評価を行う際には、キャッシュフロー(純利益+減価償却費)と株価の関係を比較することが一般的と言われます。これは、①通常の企業(株式)とは異なり、MLPは純利益に加えて減価償却費も配当原資として採用していること、②大規模な設備投資を必要とするエネルギー・セクターではキャッシュフローの中での減価償却費の構成割合が大きいこと、などが背景です。

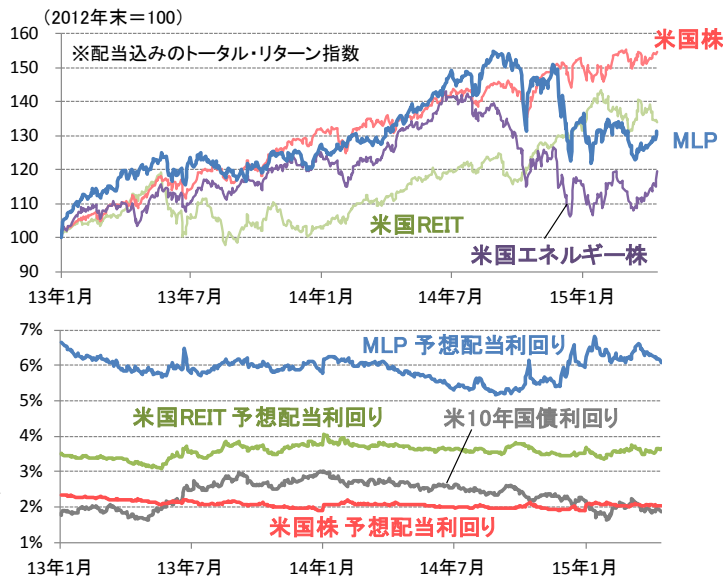
こうした観点から、MLP、米国株、米国REITの割高/割安度を判断する共通指標として「株価キャッシュフロー比率」に注目すると、足元ではMLPは米国株や米国REITに対して割安に評価される傾向がみられます(図6)。

機関投資家の保有拡大によりMLP市場が洗練化

原油価格の急落をきっかけに2014年後半からのMLP市場が大きく調整する過程では、主にMLPを直接保有してきた米国の個人投資家の資金流出がMLPへの下落圧力となってきたと考えられます。

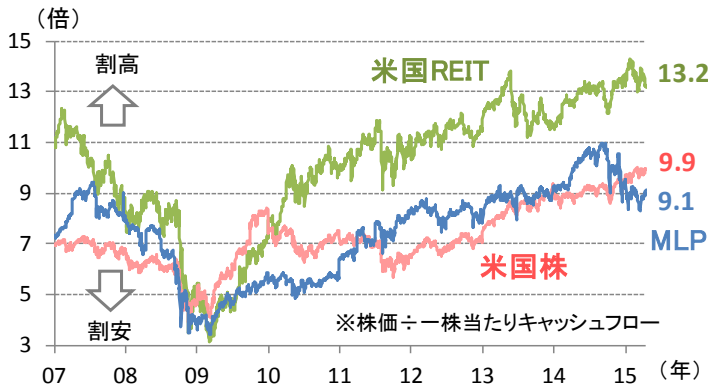
一方、MLPの株主構成の面では、2014年末には機関投資家による保有比率が約5割に達するなど、いわゆるプロの投資家によるMLPの保有が拡大しています(図7)。MLP価格が上昇と下落を繰り返す中で、機関投資家による保有拡大によるMLP市場の洗練化が進んでいることは、中長期的にMLPの適正な価格評価に繋がると期待されます。

図5: 主要資産のトータル・リターンと利回り



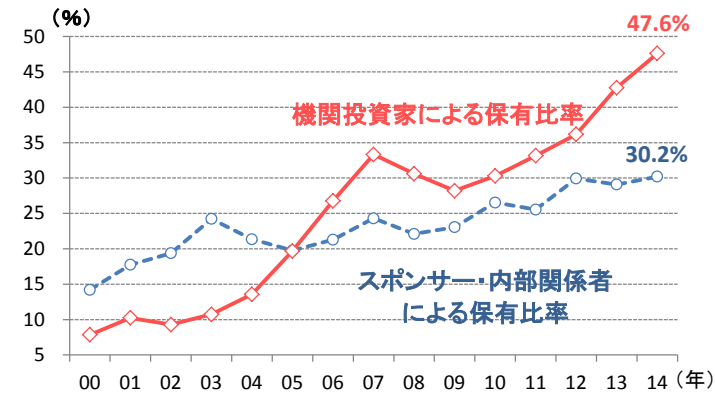
(出所)ブルームバーグ (期間)2013年1月1日~2015年4月15日
(注)米国株はS&P500指数、MLPはアリアンMLP指数、米国エネルギー株はS&P500エネルギー株指数、米国REITはFTSE/NAREITオール・エクイティREIT指数。

図6: 主要3資産の株価キャッシュフロー倍率



(出所)ブルームバーグ (期間)2007年1月1日~2015年4月15日
(注)キャッシュフローは税・金利・償却前利益(EBITDA)ベース。指数定義は図5と同一。

図7: MLPの株主構成比率の推移



(出所)ファクトセット (注)母集団は2015年3月末時点のMLP122銘柄。

MLPが再評価される3つのポイント

今後、MLPが市場参加者から再評価されるには、①MLPの設備投資とキャッシュフローの拡大、②MLPの親会社からMLPへの資産売却(ドロップダウン)、③MLPの安定した配当成長の実現、などが注目ポイントと考えられます。

①安定した資金調達環境が設備投資を押し上げ

中流MLP59銘柄の設備投資額の予想コンセンサスを集計したところ、2015年の設備投資額は前年比約4割増の504億米ドル(約6兆円*)に拡大する見込みです(図8)。

前述の通り、原油価格が下落する中でも、中流エネルギー企業の資金調達環境が安定を維持していることは、中流MLPの設備投資を後押しする要因と言えます。今後、投資を行ったエネルギー関連インフラが2～3年後に稼働し始めれば、中流MLPのキャッシュフローの押し上げに寄与することが期待されます。

(*)換算レート:1米ドル=120円

②ドロップダウンによるMLPの事業機会拡大

また、2015年2月以降、親会社のエネルギー企業からMLPへのドロップダウン計画の公表が相次いでいます(2015年2月～4月上旬に公表されたドロップダウンによるMLPの資産取得額は合計58.95億米ドル、図9)。

石油・ガスの探査・生産事業を手掛ける総合エネルギー企業は、原油価格急落を受けて手元流動性の確保に注力していると考えられます。こうした総合エネルギー企業にとっては、資金調達余力のある中流MLPヘインフラ資産を売却することは将来の投資のための手元資金の確保に繋がる一方、中流MLPにとってはドロップダウンによる資産取得はキャッシュフロー拡大や増配の好機となります。

③中流MLPは安定した増配継続が予想される

2015～2017年のMLPの一株当たり配当見通しは、引き続き中流MLPを中心に安定した配当成長が予想されます。上流MLPでは原油価格急落の影響から2015年には大幅な減配が避けられないとみられる一方、中流MLPは2015年から2017年にかけて年率8%台の安定した増配が見込まれています(図10)。低水準の原油価格が続く中、今後、中流MLPが安定した配当成長を実現すれば、MLPに対する見直しの動きが広がるものと期待されます。

図8:中流MLPの設備投資とキャッシュフロー

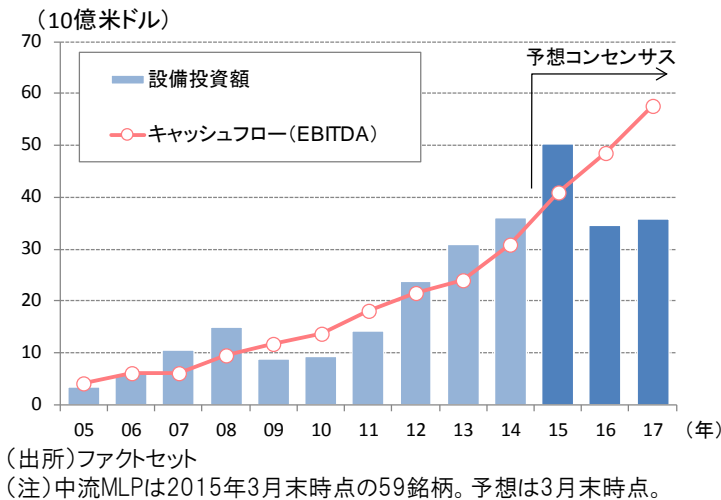


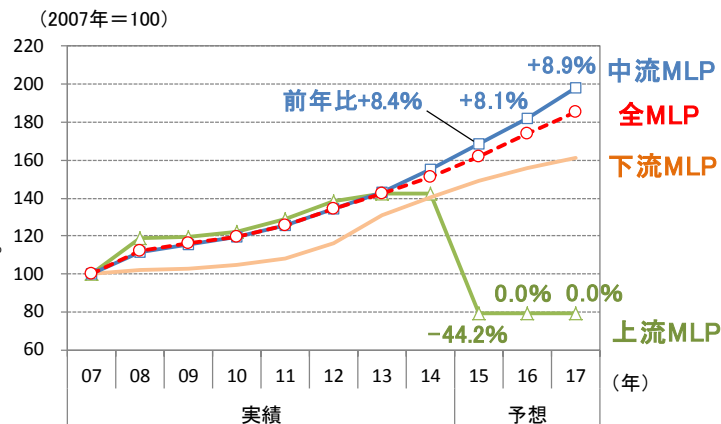
図9:2015年2月以降の主なドロップダウン取引

公表日	資産を取得したMLP	親会社からの取得資産	取得額(億米ドル)
2月9日	Rose Rock Midstream LP	石油パイプライン	3.25
2月16日	Phillips 66 Partners LP	石油パイプライン	10.00
2月17日	EnLink Midstream Partners LP	天然ガス集積・処理設備	9.25
2月23日	Cypress Energy Partners LP	油田サービス子会社	0.53
2月27日	Valero Energy Partners LP	石油関連ターミナル	6.71
3月3日	Western Gas Partners LP	天然ガス集積パイプライン	2.83
3月10日	EQT Midstream Partners LP	天然ガス集積パイプライン	10.50
3月23日	Sunoco LP	ガソリン販売子会社	8.16
3月23日	EnLink Midstream Partners LP	石油パイプライン	2.15
3月31日	Delek Logistics Partners LP	原油受入設備/貯蔵タンク	0.62
4月1日	Dominion Midstream Partners LP	天然ガス・パイプライン	4.95
合計			58.95

(出所)各社公表資料

(注)ドロップダウンは親会社からMLPへの資産売却取引。

図10:MLPの一株当たり配当見通し



【野村アセットマネジメントからのお知らせ】

■投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし、投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価格が変動します。したがって投資家の皆様のご投資された金額を下回り損失が生じることがあります。なお、投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書(交付目論見書)や契約締結前交付書面をよくご覧下さい。

■投資信託に係る費用について

2015年4月現在

<p>ご購入時手数料 《上限4.32% (税込み)》</p>	<p>投資家が投資信託のご購入のお申込みをする際に負担する費用です。販売会社が販売に係る費用として受け取ります。手数料率等については、投資信託の販売会社に確認する必要があります。投資信託によっては、換金時(および償還時)に「ご換金時手数料」等がかかる場合もあります。</p>
<p>運用管理費用(信託報酬) 《上限2.1816% (税込み)》</p>	<p>投資家はその投資信託を保有する期間に応じた費用です。委託会社は運用に対する報酬として、受託会社は信託財産の保管・管理の費用として、販売会社は収益分配金や償還金の取扱事務費用や運用報告書の発送費用等として、それぞれ按分して受け取ります。 * 一部のファンドについては、運用実績に応じて報酬が別途かかる場合があります。 * ファンド・オブ・ファンズの場合は、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の信託報酬等が別途かかります。</p>
<p>信託財産留保額 《上限0.5%》</p>	<p>投資家が投資信託をご換金する際等に負担します。投資家の換金等によって信託財産内で発生するコストをその投資家自身が負担する趣旨で設けられています。</p>
<p>その他の費用</p>	<p>上記の他に、「組入有価証券等の売買の際に発生する売買委託手数料」、「ファンドに関する租税」、「監査費用」、「外国での資産の保管等に要する諸費用」等、保有する期間等に応じてご負担いただく費用があります。運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を示すことができません。</p>

上記の費用の合計額については、投資家の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、野村アセットマネジメントが運用するすべての公募投資信託のうち、投資家の皆様にご負担いただく、それぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書(交付目論見書)や契約締結前交付書面をご覧下さい。

投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡りする投資信託説明書(交付目論見書)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断下さい。

商号:野村アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第373号

加入協会:一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会