

# 2015年後半の米国MLP市場の投資環境

- ギリシャ情勢悪化や中国株安、米利上げ懸念などの複合的な要因から、MLP市場の軟調な地合いが続く。
- MLPの設備投資がキャッシュフロー拡大に寄与し、2015～2017年には中流MLPの安定増配が予想される。
- 配当利回り上昇でMLPの割安感高まる。市場環境の不透明感が解消に向かえば、MLPへの再評価が進むと期待。
- 米国のエネルギー・インフラ需要は中長期的な拡大が見込まれ、足元のMLP市場の調整は投資対象選別の機会に。

## 2015年5月以降のMLP市場下落の背景

2015年5月以降、MLP市場は軟調な相場展開が続いています。4月末から7月9日までのアレリアンMLP指数の騰落率は12.8%の下落となり、米国株(S&P500指数)の騰落率(-1.6%)を大きく下回っています(図1)。足元でのMLP市場の下落の背景には、以下の複合的な要因が影響していると考えられます。

- ① ギリシャ情勢悪化による世界的な金融市場の不透明感
- ② 米連邦準備制度理事会(FRB)の利上げ観測に伴う米長期金利上昇への懸念
- ③ プロパンなど天然ガス液(NGL)価格の下落
- ④ 探査・生産企業や石油サービス企業を含む、米国のエネルギー株式全般の軟調地合い

## ファンドの資金フロー面もMLPの下落圧力に

また、MLP市場の資金需給の面からは、MLPを主要投資対象とする米国の上場投資信託(ETF)や上場投資証券(ETN)からの資金流出が短期的にMLP市場への下落圧力となっている模様です。

2015年6月1日から7月9日までのETF・ETNからの累計資金流出額はネットで2.4億米ドル(約290億円\*)の資金流出超となりました(図2)。

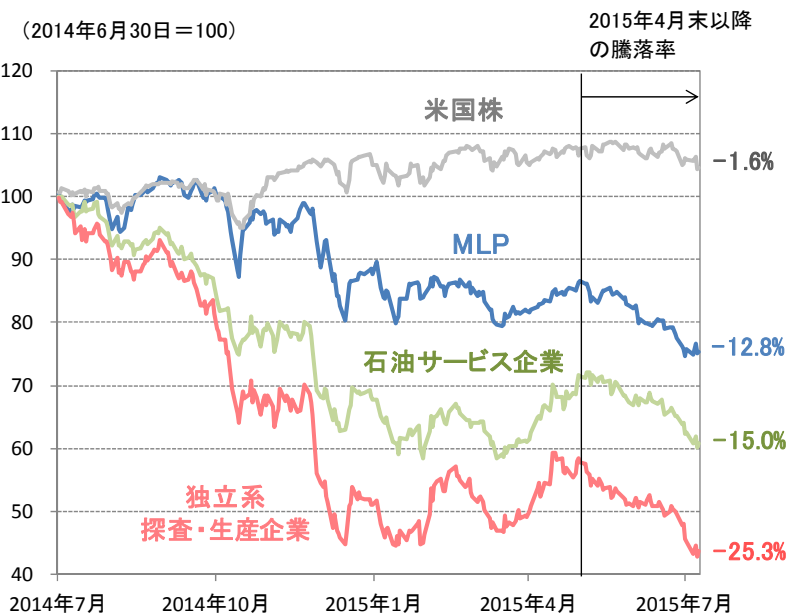
## 中国株急落がMLPの調整に拍車をかける面も

加えて、足元では中国株急落が世界的な資源価格の下落や投資家のリスク回避姿勢に波及し、MLP市場の調整に拍車をかけている面もあると考えられます。

もっとも、後述の通り、市場環境が悪化する中でも、中流MLPの配当見通しは安定を維持しており、今後、ギリシャ情勢や中国株に関わる不透明感が解消に向かえば、MLPへの投資家の再評価につながるものと期待されます。

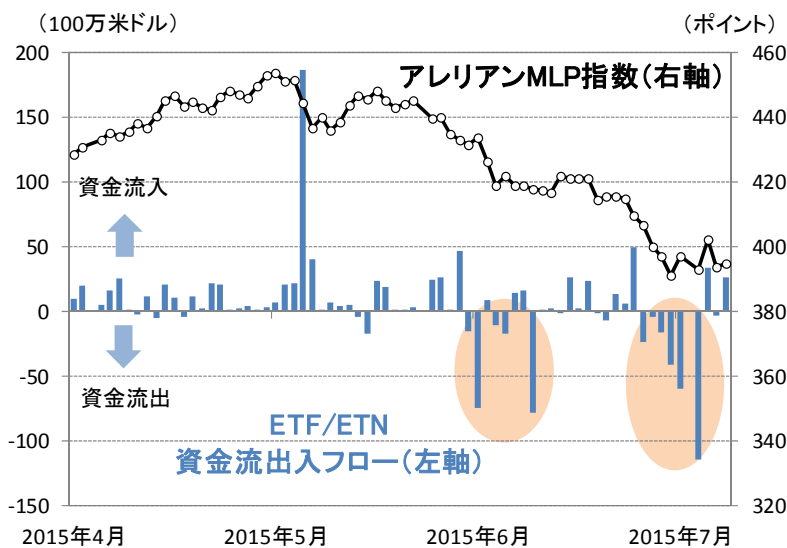
(\*)換算レート:1米ドル=120円

図1:米国のMLPと上流エネルギー企業の株価



(出所)ブルームバーグ (期間)2014年7月1日～2015年7月9日  
(注)各株価指数は、アレリアンMLP指数、S&P500指数、ブルームバーグ北米独立系探査・生産株指数、フィラデルフィア石油サービス株指数。

図2:MLP投資型のETF・ETNへの資金流出入動向



(出所)ブルームバーグ (期間)2015年4月1日～2015年7月9日  
(注)ETFは上場投資信託、ETNは上場投資証券。

## 中流MLPは社債市場で有利な資金調達が可能

エネルギー関連株が軒並み下落している株式市場とは対照的に、米国の社債市場では上流(探査・生産部門)と中流(輸送・貯蔵・処理部門)のエネルギー・セクター間の選別が引き続きなされています。

足元でも、中流エネルギー企業(MLPを含む)の社債利回りは投資適格債で4.43%、ハイ・イールド債でも5.66%と低水準が維持されています(図3)。中流MLPは社債市場で有利な資金調達が可能となっており、設備投資や資産取得、合併・買収(M&A)などの事業戦略を採る余力を残していると考えられます。

## MLPの設備投資は将来の収益基盤の拡大に寄与

ファクトセット集計の市場コンセンサスによれば、中流MLPの2015年の設備投資額は前年比で約2割増が予想されています。通常、設備投資がMLPの収益増に結びつくには、パイプライン等の設備の建設から稼働開始まで2～3年の期間が必要と考えられます。中流MLPは2013年から2015年にかけて積極的な設備投資を行っており、建設中のインフラ設備の稼働開始が進むにつれて、中流MLPの収益基盤も拡大することが期待されます(図4)。

過去、2008年の金融危機直後にも、中流MLPによる設備投資が落ち込む局面がみられました。当時から中流MLPのキャッシュフローは安定が維持され、設備投資が低迷する中でも中流MLPの安定的な増配に繋がりました。

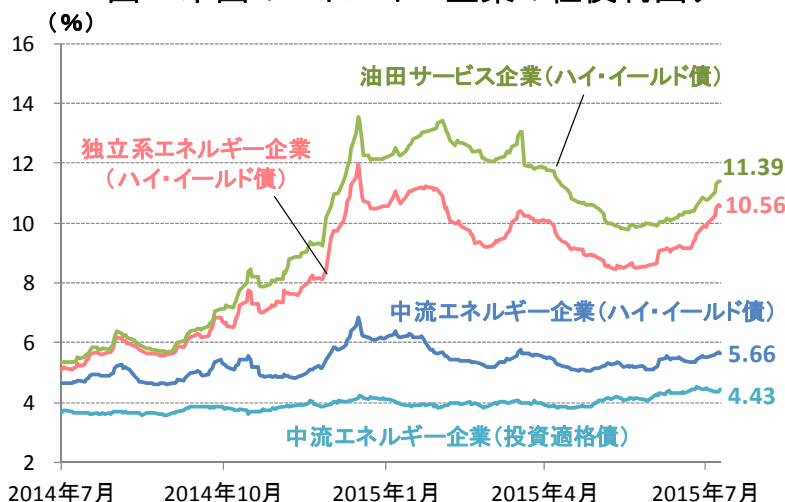
## 安定したキャッシュフロー見通しが増配を支え

中流MLPの配当の原資である配当可能キャッシュフロー(DCF、一株当たり、※)は2015年の前年比+7.0%に続いて、2016年から2017年にかけて毎年二桁増のペースで拡大が予想されています。足元でMLP市場が軟調に推移する中でも、安定したキャッシュフロー見通しに支えられ、中流MLPの一株当たり配当は2015年が前年比+8.3%、2016年が+8.1%、2017年が+9.8%と底堅い増配基調が続く見通しです(図5)。

### 【※配当可能キャッシュフロー(Distributable Cash Flow、DCF)】

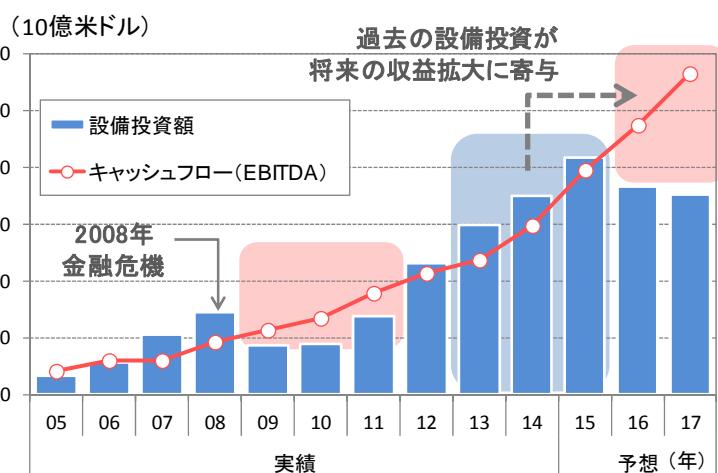
設備のメンテナンス費用や利払い費などを支払い後のキャッシュフロー。実際の配当に対してその原資である配当可能キャッシュフローが大きいほど、増配の持続性が高いと評価される。

図3:米国のエネルギー企業の社債利回り



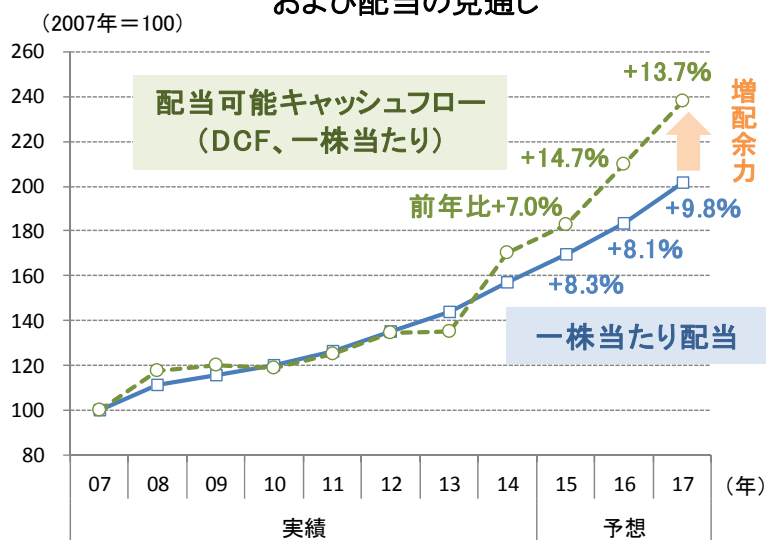
(出所)バークレイズ (期間)2014年7月1日～2015年7月9日  
(注)社債利回りは期限前償還を考慮した最低利回り。

図4:中流MLPの設備投資額とキャッシュフロー



(出所)ファクトセット  
(注)ゼネラル・パートナーを除く中流MLP。予想は2015年6月末時点。EBITDAは金利・税金・償却前利益

図5:中流MLPの配当可能キャッシュフロー(DCF)および配当の見通し



(出所)ファクトセット  
(注)中流MLP65銘柄の中央値。予想は2015年6月末時点。

## 株価は下落するもMLPの増配予想は安定を維持

図6は過去2カ月間の中流MLPの向こう3年間の配当成長予想と予想配当利回りの変化を示したものです。

過去2カ月間、MLP市場が調整中でも、中流MLPの向こう3年間の配当成長予想(中央値)は年率+9.2%から同+9.6%へ小幅上方修正されています。時価総額規模の大きい大手の中流MLPの中でも、配当成長見通しが引き上げられた銘柄も少なくありませんでした。

4月以降の予想配当利回りの上昇は主に株価の下落が主要因となっており、市場関係者による中流MLPの配当成長期待が維持されていることはMLPの投資魅力がなお健在であることを示唆しています。

## 配当利回りの上昇でMLPの割安感高まる

実際、アリアンMLP指数ベースでも、予想配当利回りは4月30日時点の5.91%から7月9日には6.62%へ上昇しています。米国株や米国REIT、米国債の利回りと比較してもMLPの配当利回りの上昇が顕著となっており、MLPの割安感が高まりつつあります(図7)。

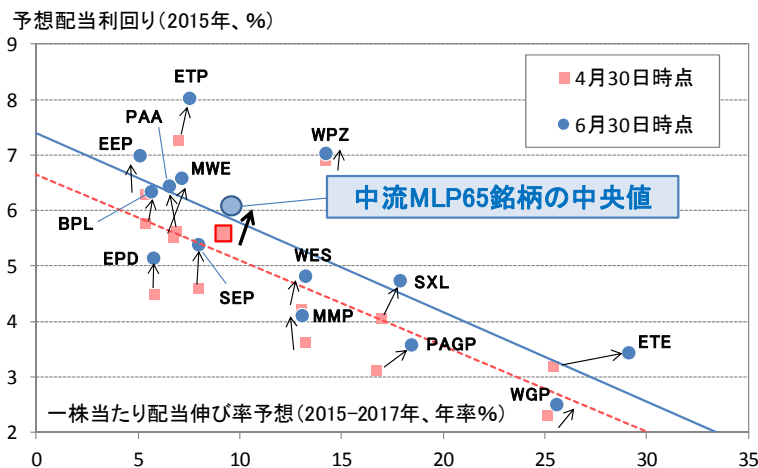
## 今後のMLP市場の注目材料と投資機会

当面のMLP市場は、中国株式市場やギリシャ情勢などの外部環境に左右されやすい展開が想定されます。各国政府による政策対応により世界的な金融市場の不透明感が一巡すれば、改めてMLPのファンダメンタルズに市場の注目が集まると考えられます。

2015年後半のMLP市場では、①MLPの2015年4-6月期以降の決算発表で収益回復と増配継続が実現されるか、②世界的な原油の供給過剰が解消に向かい原油価格が回復に向かうか、③エネルギー産業での合併・買収(M&A)の活性化によりMLP市場の再編が進むか、などが主な注目材料となりそうです。

また、中長期的にみれば、米国のエネルギー生産量は2040年に向けて拡大が見込まれ、エネルギーの輸送・貯蔵・処理に係るインフラ需要は中流MLPの事業機会の拡大に繋がると期待されます(図8)。長期投資家にとって足元のMLP市場の調整は、投資対象を選別する機会ととらえることができます。

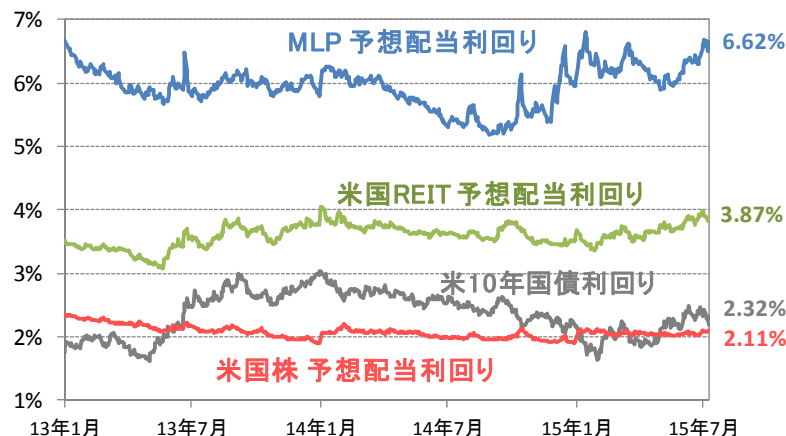
図6: 中流MLPの配当成長予想と予想配当利回り(過去2カ月の変化)



(出所)ファクトセット

(注)グラフ中の個別銘柄(ティッカー表記)は大手の中流MLPのみ抜粋。

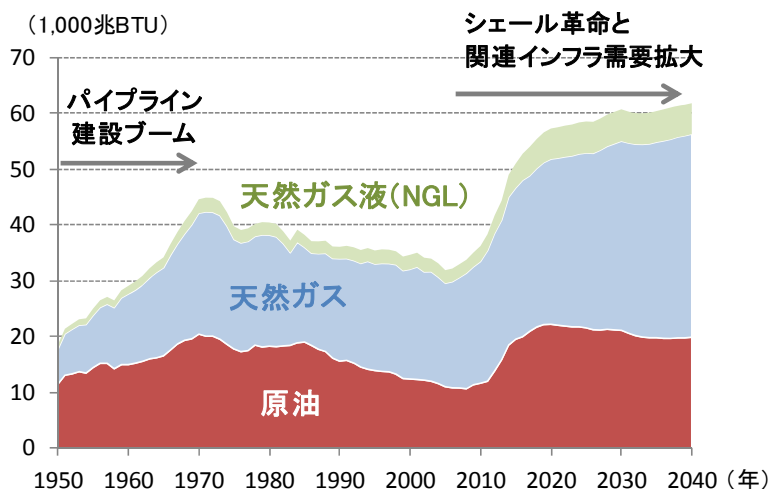
図7: 主要3資産の予想配当利回りと米長期金利



(出所)ブルームバーグ (期間)2013年1月1日~2015年7月9日

(注)米国株はS&P500指数、MLPはアリアンMLP指数、米国REITはFTSE/NAREITオール・エクイティREIT指数。

図8: 米国のエネルギー生産量の見通し



(出所)米エネルギー情報局(EIA)

(注)2015年~2040年はEIA予測。BTUは英国熱量単位。

## 【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7月現在

ご購入時手数料 《上限4.32%(税込み)》	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。
運用管理費用(信託報酬) 《上限2.1816%(税込み)》	投資家はその投資信託を保有する期間に応じてかかる費用です。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。
信託財産留保額 《上限0.5%》	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。
その他の費用	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。

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、販売会社よりお渡し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