

# 原油価格の動向とMLPの市場環境

2016年6月上旬、レッグ・メイソン傘下の株式運用会社クリアブリッジ・インベストメンツのエネルギーMLP戦略を担当するポートフォリオ・マネージャーのクリス・イズズ氏が来日しました。

その際、原油と天然ガスの現在の環境、今後のMLPを取り巻く市場環境の見通し等についてインタビューを行いました。当レターでは、①世界の石油需給と原油価格の見通し、②米国における天然ガス増産とパイプライン開発計画、③MLPの投資環境及び市場見通し、についてご紹介いたします。



## 石油の需給見通しについて

▶ 今後、世界の石油需給は均衡化へ向かい供給不足となる見込みです。

現在の原油相場は、原油価格の下落が石油の供給過剰によって引き起こされたという点で、1980年代と似たような状況であると言われています。しかし、1980年代の石油の供給過剰が世界の石油需要の約26%に達していた一方、2015年は約2%にすぎません。

石油需要は、世界経済の成長と共に現在に至るまで増加しており、今後も新興国からの需要を中心にその傾向が続く見込みで、国際エネルギー機関(IEA)によって、2018年まで毎年一日当たり約1.4百万バレル(平均)増加すると推定されています。現在の供給過剰の状態は、今後堅調な石油需要の伸びによって解消されていく見通しです。

国際エネルギー機関(IEA)が2016年2月22日に公表した石油の需給見通しでは、石油需給は2017年に概ね均衡化すると予想されています(図1)。2018年以降は、供給不足(需要超過)の状態に転換する見通しで、今後、原油価格は上昇していくと考えています。

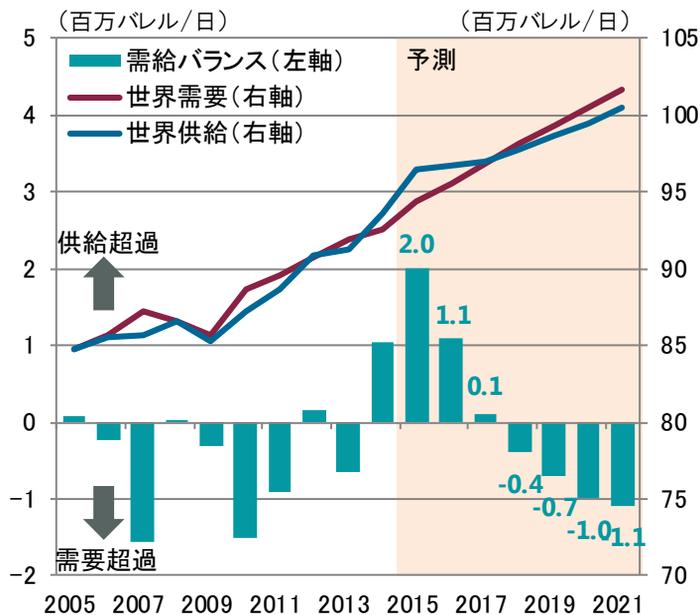
## 原油の財政均衡価格\*について

▶ 現在の原油価格は、中東各国の原油の財政均衡価格よりも低い水準です。

中東最大の産油国サウジアラビアの原油の財政均衡価格は、95.8米ドル/バレルで、現在の原油価格の水準では、ほとんどの中東各国は財政赤字となってしまいます(図2)。

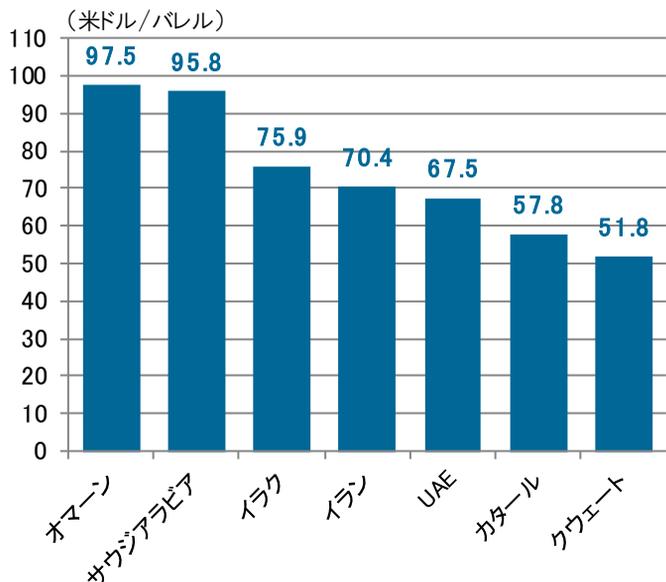
中東各国は財政悪化に直面しながらも、原油価格の安定及び上昇に向けた合理的な対応をとっていません。しかし、中東各国の政権及び社会の安定に原油価格の上昇は必要不可欠で、中長期的には、中東各国は合理的な判断をしていくと考えています。現在の原油価格の水準は、中東各国にとって持続不可能な水準だからです。

図1: 世界の石油需給の見通し



(出所)国際エネルギー機関(IEA) 2005年~2021年  
2015年以降は予測値

図2: 中東各国の原油の財政均衡価格(2016年)



(出所)ブルームバーグ 推定値(IMF)

\*財政収支の均衡に必要なとされる原油価格

当資料は、参考情報の提供を目的としてレッグ・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。

## 今後の原油価格の見通しについて

- 石油需給の均衡化によって、原油価格は中長期的に70~80米ドル/バレルの水準まで上昇していくと予想しています。

石油の供給過剰などによって、2014年半ばに1バレル約100米ドルだったWTI原油先物価格は、2016年2月11日に20米ドル半ば付近まで下落しました(図3)。しかし、原油価格は、2016年2月16日の主要産油国の増産凍結合意を契機に上昇傾向にあります。前述の通り、世界の石油需給の改善などを背景に、これから原油価格は現在の水準よりも更に高い水準へ上昇していくものと考えています。

## 米国の原油、天然ガスの生産量について

- 原油生産量は緩やかな減少が続くものの、いずれ増産基調に転じていくと考えています。
- 天然ガスの生産量は2016年以降も、引き続き堅調に増加していく見込みです。

米国の原油生産量は、短期的に緩やかな減少が続くと見込まれていますが、石油需給の改善に伴い原油価格が上昇し、石油リグ稼働数の増加等によって、いずれ増産に転じていくと考えています。

天然ガスは、米国の原油・ガスの全生産量の内、約3分の2(天然ガス液含む)を占める重要なエネルギー資源です。天然ガスの生産量は、主に①発電燃料の石炭から天然ガスへの切替、②石油化学製品の増産、③液化天然ガス(LNG)の輸出等を背景に中長期的に増加していく見込みです(図4)。

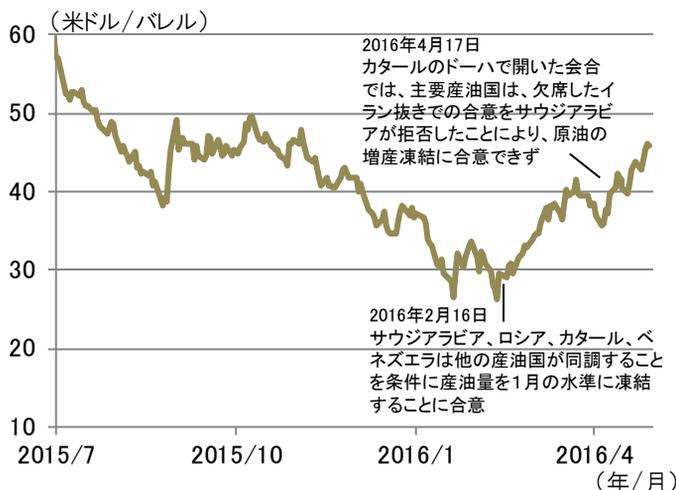
## 米国の天然ガス・パイプラインの開発計画について

- 今後、天然ガス関連のインフラ需要の増加により、中流MLPのキャッシュフローは順調に拡大していくと考えています。

米国の天然ガス生産の増加や液化天然ガス(LNG)の輸出開始などを背景に、今後、天然ガス関連のインフラ需要は高まっていくことが期待されます。米国では、2016年から2017年にかけて多くの新規の天然ガス・パイプラインの稼働が計画されています(図5)。

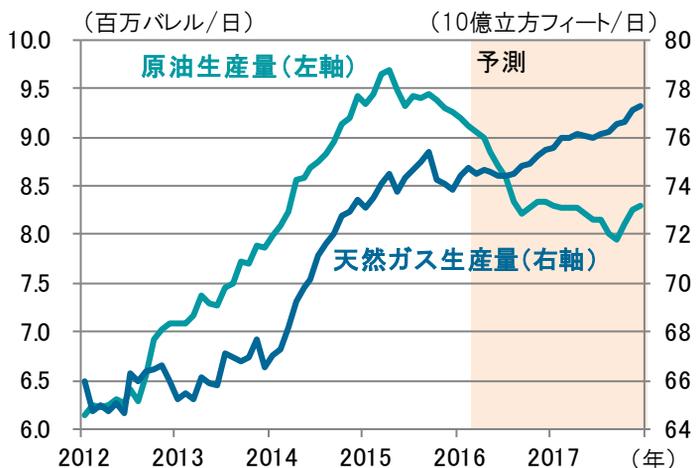
今後、新規パイプライン稼働開始による輸送能力の増加によって、エネルギー輸送等を行う中流MLPのキャッシュフローは、順調に拡大していくと考えています。

図3: WTI原油先物価格の推移



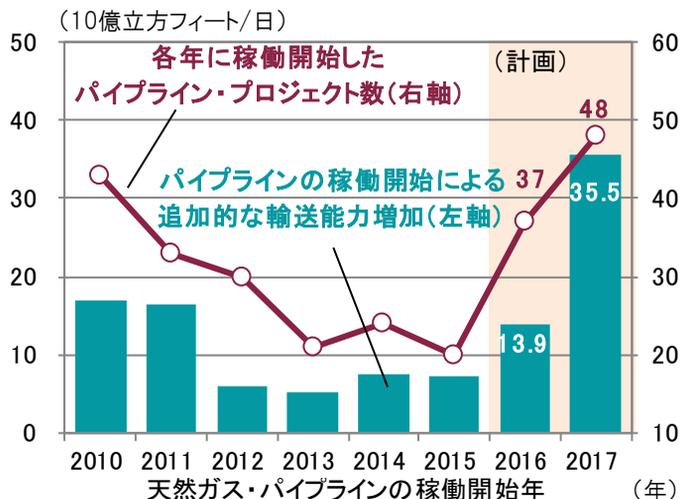
(出所)ブルームバーグ 2015年7月1日~2016年4月29日(日次)

図4: 米国の原油、天然ガスの生産推移



(出所)米エネルギー情報局(EIA) 2012年1月~2017年12月  
2016年3月以降は予測値

図5: 米国の天然ガス・パイプラインの開発計画



(出所)米エネルギー情報局(EIA) 2010年~2017年

## エネルギーMLPの一株当たり配当見通しについて

➤ エネルギー生産量の増加などを背景に、中流MLPは引き続き増配(配当成長)傾向が続く見込みです。

ガス田・油田の探査、開発、生産の事業に従事している上流MLPの配当は、原油価格下落の影響を受け大きく減少しました。一方、エネルギー輸送等を手掛ける中流MLPの配当は堅調に伸びています(図6)。これは、中流MLPの事業収益は、原油の価格ではなくエネルギーの輸送量に基づいているためです。中流MLPは今後もエネルギー生産量の増加によって、堅調なキャッシュフローを享受することが期待されるため、引き続き増配(配当成長)傾向が続くと予想されています。

## MLP市場の投資家心理について

➤ MLP市場は、投資家心理の改善により、上昇傾向となっています。

MLPは中流事業が約80%超を占めており、MLPのキャッシュフロー／業績は、直接的には原油価格下落の影響は殆ど受けません。しかし、昨年からの市場動向では、原油価格の下落によって、エネルギー・セクター全般が軟調になり、MLP市場はファンダメンタルズに関係なく下落しました。MLPの予想配当利回りは一時、12%超(2016年2月11日)に拡大しました(図7)。

しかし、2016年2月以降、原油価格が反発し、MLP価格(アレリアンMLP指数)は、2016年の最安値から約50%上昇(2016年5月末)しています。また、足元のMLPの予想配当利回りが約8%まで低下したものの、配当利回りの長期平均よりもまだ高い水準に留まっており、過去平均の水準へと正常化へ向かえば、MLP市場は十分に上昇余地があると考えています。

## MLP市場の需給動向について

➤ 今後、原油価格の上昇等をきっかけに、信用売りポジションが巻き戻されれば、MLP市場の押し上げ要因となる可能性があります。

MLP市場では、主にヘッジファンドを中心とした主要MLPに対する信用売りポジションが積み上がっています(図8)。MLP価格は2016年2月につけた最安値から約50%上昇しており、今後ポジション解消に伴う買い戻しが相場を下支えする要因になることも考えられます。

図6:エネルギーMLPの一株当たり配当の推移



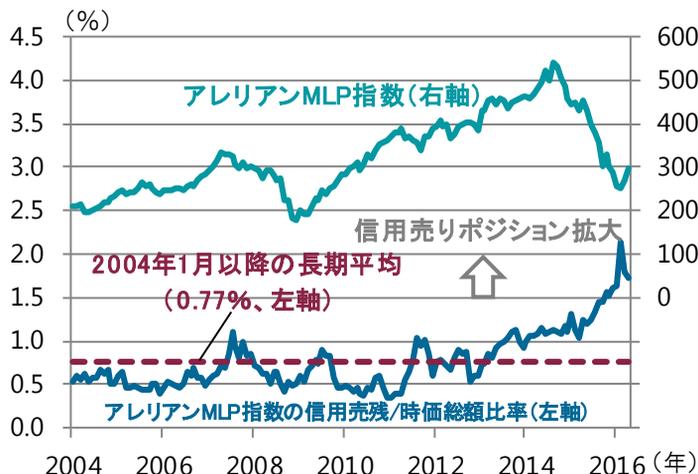
(出所)FactSet 2007年~2018年 2016年4月末現在  
2016年、2017年、2018年は予測値。上記の変化率(%)は前年比

図7:MLPの予想配当利回りと米長期金利の推移



(出所)ブルームバーグ 2007年1月1日~2016年4月29日(日次)  
MLP:アレリアンMLP指数

図8:MLPの信用売りポジションの推移



(出所)ブルームバーグ 2004年1月末~2016年4月末  
信用売残はアレリアンMLP指数の採用銘柄(2016年2月末現在)

## 【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

2016年6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。</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