

2018年3月9日

## 足元の米国MLPの市場環境と今後の見通し

- 18年初から持ち直し傾向にあったMLP市場は、2月以降、米国株急落や金利上昇懸念を背景に下落基調に転じる。
- 17年10-12月期のMLPの配当と決算は概ね底堅い内容に。今後もキャッシュフロー拡大がMLPの増配を下支えへ。
- 株式市場と社債市場でMLPへの評価に格差。外部環境の安定により、株式市場からのMLPへの見直しが進むと期待。
- 原油価格上昇によりシェール・オイル生産の採算が改善。米国の原油・天然ガス生産は中期的に拡大が予想される。

### 2017年末から足元までのMLP市場の動向

2017年後半以降のMLP市場を振り返ると、2017年10月～11月には米個人投資家の節税対策の売り(タックス・ロス・セリング)に伴う需給悪化などの要因から、MLP市場は原油相場の回復から乖離した軟調な展開となりました。

その後、2017年12月から2018年1月にかけては、タックス・ロス・セリングによる需給悪化の一巡や原油価格上昇による投資家センチメント改善などに支えられ、MLP市場は堅調な持ち直し傾向が続きました。しかし、2018年2月以降、米国株急落や金利上昇への懸念の高まりなどを背景にMLP市場は再び下落基調に転じました(図1)。

### MLPの17年4Qの配当・業績は概ね底堅い結果に

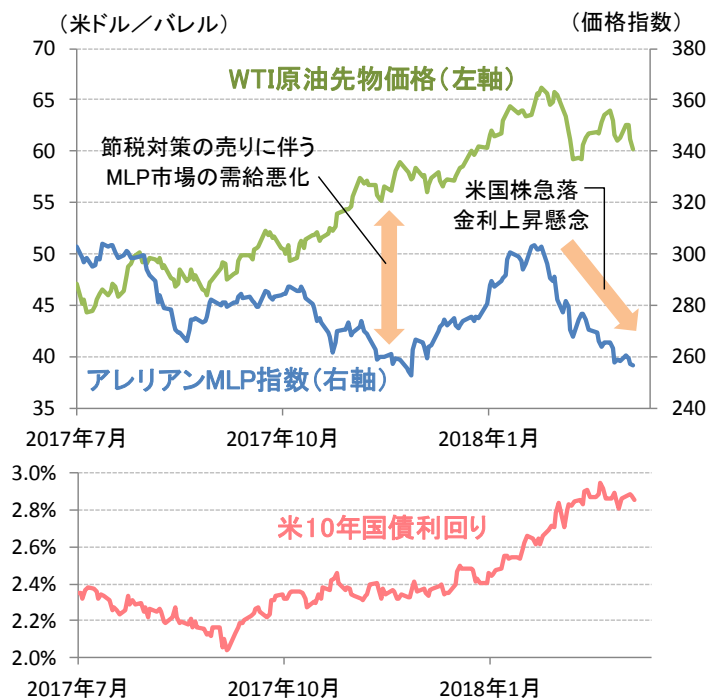
もっとも、2018年1月から3月にかけて公表された2017年10-12月期のMLPの配当や決算は概ね底堅い内容であったことから、足元でのMLP市場の軟調は必ずしもファンダメンタルズを反映したものではないと考えられます。

2017年10-12月期の配当に関しては、中流MLP49銘柄のうち前期比で増配となったMLPが27銘柄、前期比で配当据え置きとなったMLPが22銘柄となりました。今期は減配を公表したMLPはありませんでした。

2017年10-12月期中流MLPの配当伸び率(前年比)の中央値は+6.4%と、安定した増配傾向が続いています(図2)。直近の市場コンセンサスでは、2018年から2019年にかけても前年比5~6%の増配が予想されています。

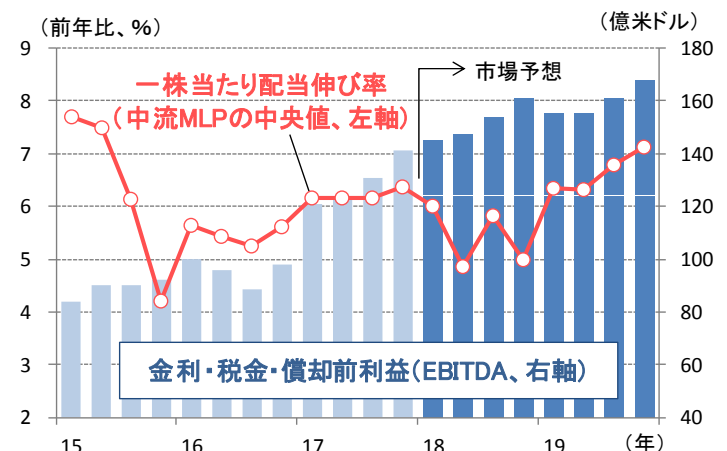
中流MLPの増配基調を支えているのは、中流エネルギー事業からの堅調なキャッシュフローです。中流MLPの2017年10-12月期の金利・税金・償却前利益(EBITDA)は前年比+44.3%の141億米ドルへ拡大しており、市場コンセンサスでは2018年以降も中流MLPの安定したキャッシュフローの拡大が見込まれています。

図1: アレリアンMLP指数と原油価格、米長期金利



(作成)レグ・メイソン・アセット・マネジメント  
(期間)2017年7月1日~2018年3月8日

図2: 中流MLPのキャッシュフローと配当伸び率



(作成)レグ・メイソン・アセット・マネジメント  
(期間)2015年1Q~2019年4Q

(注)予想は2018年3月6日時点。集計対象は中流MLP52銘柄。

当資料は、レグ・メイソン・アセット・マネジメント株式会社が作成した情報を基に受益者の皆様に提供する目的で日本アジア・アセット・マネジメント株式会社が作成した資料であり、投資の勧誘を目的としたものではありません。当資料中のいかなる事項も、将来の運用成果等を保証あるいは示唆するものではありません。投資した資産価値の増減は全て受益者の皆様に帰属します。投資信託をお申し込みの際は、「投資信託説明書(交付目論見書)」の内容を必ずご確認ください。IT500021NT180309C

### 株式市場と社債市場ではMLPへの評価に格差

2018年2月以降のMLPの株価下落によって、アレリアンMLP指数の予想配当利回りは再び8%台へ上昇しています。一方、中流エネルギー・セクターの社債利回りは投資適格債およびハイ・イールド債ともに足元で小幅に上昇しているものの、米国債利回りに上乗せされるクレジット・スプレッドの上昇はなお限定的に留まっています(図3)。

このことは株式市場と社債市場の間でMLPへの評価に格差が生じていることを示唆しています。社債投資家はMLPの財務基盤に対して引き続き冷静な見方を維持している一方、株式投資家は米国株の変動性の高まりや金利上昇への警戒からMLPに対して短期的に慎重な見方を採っているとみられます。今後、外部環境が安定に向かえば、株式市場でもファンダメンタルズに着目したMLPへの見直しが進むことが期待されます。

### 財務体質の改善を図るMLPの財務戦略の変化

中流MLPの社債格付けは、大手銘柄を中心に投資適格級のMLPの比重が大きい傾向にあり、足元の株価下落でもMLPの資金調達環境は安定を維持しています(図4)。

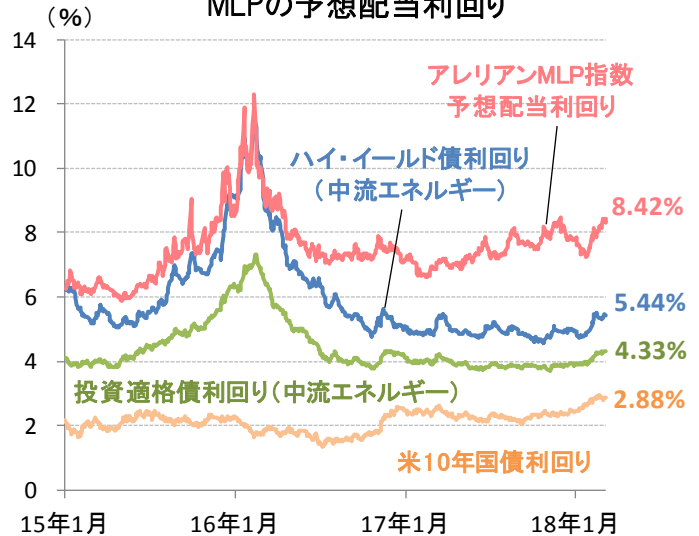
こうした資金調達環境の安定の背景には、財務体質の改善を目指したMLPの財務戦略の変化も影響している可能性があります。従来、多くのMLPは大規模な公募増資などから得た資金を活用し、積極的な設備投資や事業買収によって事業規模の拡大を図ってきました。

しかし、近年のMLPの間では、過度な外部資金調達に依存せず、過去の投資からのキャッシュフローの回収を進めることで自己資金を活用した成長投資を模索する動きがみられます。親会社のエネルギー企業との資本関係を簡素化する動きも、財務体質の改善を図るMLPの構造改革の一環と捉えることができます。

### 原油価格上昇により原油生産企業の採算が改善

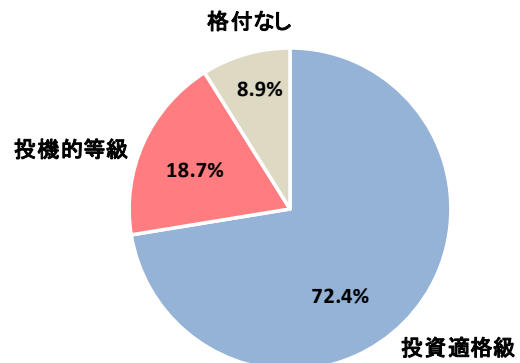
一方、中流MLPにとっての顧客企業に当たる上流(探査・生産)セクターの事業環境に目を転じると、足元の原油価格の上昇によって原油生産企業の採算が改善傾向にあります。米国の主要なシェール・オイル生産地域の平均損益分岐点価格(原油生産の利益と費用が一致する原油価格)は1バレル=40米ドル近辺にあると推定されており、60米ドル台にある足元のWTI原油先物価格はこれを大きく上回っています(図5)。

図3: 米中流エネルギー・セクターの社債利回り  
MLPの予想配当利回り



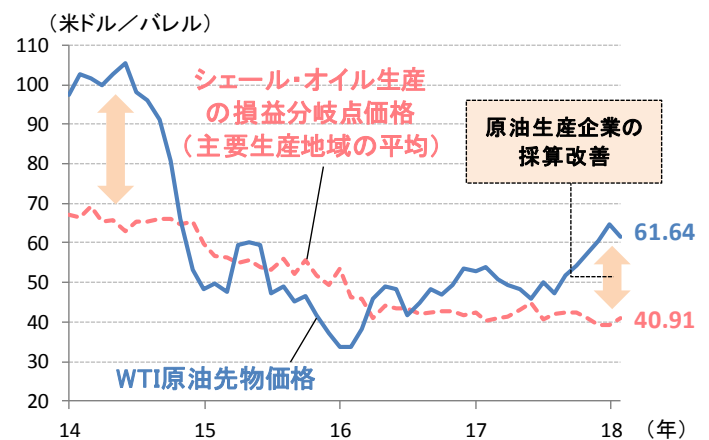
(作成)レグ・メイソン・アセット・マネジメント  
(期間)2015年1月2日~2018年3月7日  
(注)社債利回りは期限前償還を考慮した最低利回り。  
中流エネルギー・セクターには企業とMLPの双方が含まれる。

図4: 中流MLPの社債格付け比率(時価総額構成比)



(作成)レグ・メイソン・アセット・マネジメント  
(注)S&P格付け。2018年3月8日時点。

図5: シェール・オイル生産の損益分岐点価格の推移



(作成)レグ・メイソン・アセット・マネジメント  
(期間)2014年1月~2018年2月

当資料は、レグ・メイソン・アセット・マネジメント株式会社が作成した情報を基に受益者の皆様に提供する目的で日本アジア・アセット・マネジメント株式会社が作成した資料であり、投資の勧誘を目的としたものではありません。当資料中のいかなる事項も、将来の運用成果等を保証あるいは示唆するものではありません。投資した資産価値の増減は全て受益者の皆様に帰属します。投資信託をお申し込みの際は、「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、ご自身でご判断ください。 IT500021NT180309C

## 増産基調の継続が見込まれる米国の原油生産

米国の原油生産はシェール・オイル生産の採算性改善によって、2017年には再び増産に転じました。米エネルギー情報局(EIA)が2月6日に公表した「年次エネルギー見通し(2018年)」によれば、米国の陸上原油生産量は2017年の日量698万バレルから2018年には日量761万バレルへ9.0%の増産となると予想されています(図6)。さらに同生産量は2020年には日量822万バレル(2017年比+17.7%)、2025年には日量894万バレル(2017年比+28.0%)へ増産基調の継続が見込まれています。

地域別では、パーミアン盆地を中心にした米国南西部(テキサス州西部～ニューメキシコ州東部)が原油生産の主導役を担うとみられています。パーミアン盆地での原油増産は、石油精製施設が集積するメキシコ湾岸へのパイプライン輸送需要を高める要因となりそうです。

## シェール・ガスは米国東部を中心に増産へ

一方、米国のシェール・ガス生産量も2018年以降は増産基調の加速が見込まれています。EIAによれば、2018年のシェール・ガス生産量は2017年の14.7兆立方フィートから16.4兆立方フィートへ11.1%の増産が予想されています(図7)。同生産量は2020年には19.9兆立方フィート(2017年比+34.8%)、2025年には24.1兆立方フィート(2017年比+63.3%)へ一段の増産が見込まれています。

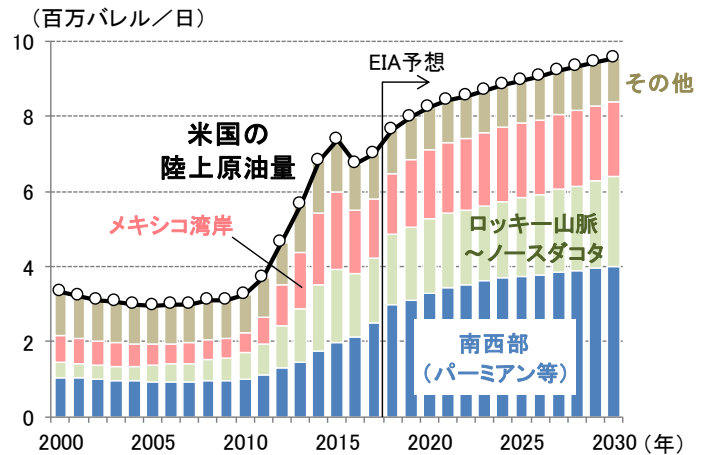
米国のシェール・ガス生産を主導するのは、マーセラス／ユティカ・シェール層が広がる米国東部とみられています。東部で生産されたシェール・ガスはパイプラインを通じてメキシコ湾岸などへ輸送され、天然ガスと石油成分(天然ガス液)に分離・精製されることになります。

## エネルギー輸出がインフラ需要を押し上げへ

従来、米国で生産された天然ガスはほとんどが米国内で消費されてきましたが、輸出規制の緩和により今後は液化天然ガス(LNG)としての輸出拡大が期待されます。メキシコ湾岸でのLNG輸出設備の稼働開始に伴って、米国は2017年に天然ガスの純輸出国となりました(図8)。

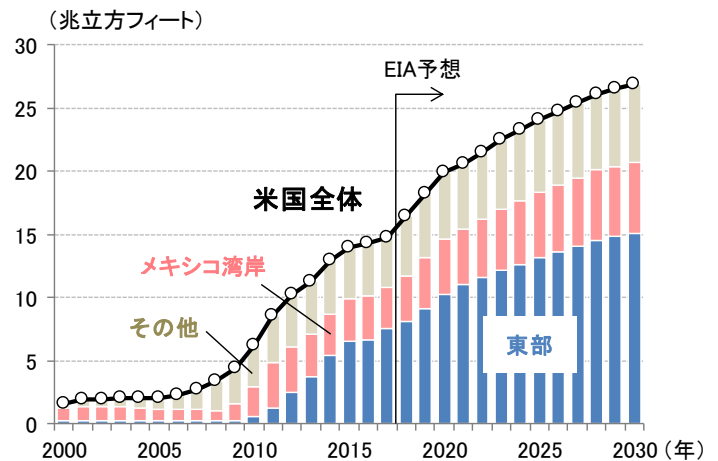
今後も天然ガスの輸出拡大が見込まれるほか、原油・石油製品の輸出にも支えられ、米国は2022年にはエネルギーの純輸出国に転換すると予想されています。今後はエネルギー輸出の拡大も米国内でのエネルギー・インフラ需要の押し上げ役となりそうです。

図6:米国の陸上原油生産量の見通し



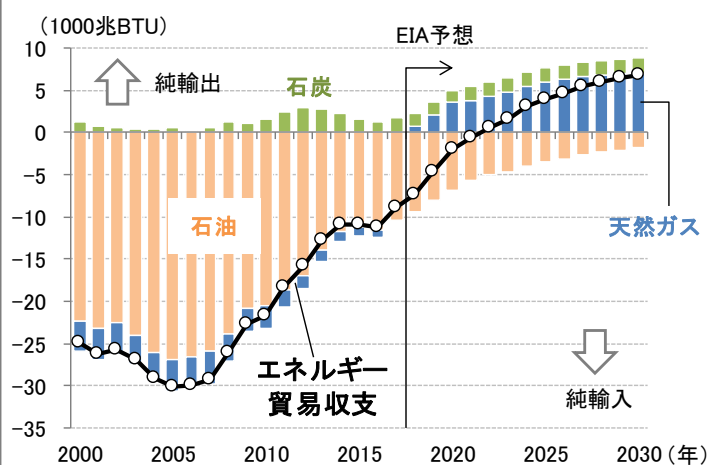
(作成)レグ・メイソン・アセット・マネジメント  
(期間)2000～2030年

図7:米国のシェール・ガス生産量の見通し



(作成)レグ・メイソン・アセット・マネジメント  
(期間)2000～2030年

図8:米国のエネルギー貿易収支の見通し



(作成)レグ・メイソン・アセット・マネジメント  
(期間)2000～2030年 (注)BTU:英国熱量単位