

米国MLP市場の2018年の回顧と2019年の展望

- 18年のMLP市場は金利上昇懸念や原油価格急落を背景に軟調に推移。19年初にはMLP・原油価格に回復の兆し。
- 世界の石油需給は19年後半に均衡へ。原油相場は主要産油国と米シェールの均衡点を探りつつ緩やかに回復へ。
- 19年以降、米国の液化天然ガス(LNG)の輸出能力が大幅拡大へ。天然ガスの生産・輸出拡大は関連MLPに恩恵。
- 今後のMLPの再評価要因：①収益の安定拡大、②増配の継続、③配当支払い余力の改善、④高水準の配当利回り

金利上昇や原油急落がMLP市場の下落要因に

2018年の米国MLP市場は、金利上昇懸念や米国株式の不安定化などを背景に軟調な展開が続いてきました。とりわけ、2018年末にかけては、原油相場の急落がMLP市場の調整を助長する要因となりました(図1)。

2019年に入ると、パウエル連邦準備制度理事会(FRB)議長が柔軟な金融政策方針を示したことや、米中貿易競争への懸念後退などから、原油価格とMLP市場はそろって持ち直しの傾向に転じています。当面のMLP市場の注目は、まずは原油価格安定が持続するかに集まりそうです。

原油価格の急落をもたらした想定外の特殊要因

そもそも、2018年末にかけて原油相場が下げ足を速めた背景には、先行きの世界景気の減速懸念に加えて、以下のような想定外の特殊要因があったと考えられます。

- ① 米国が11月5日にイラン産原油への制裁(輸入禁止)を課した際、主要8カ国・地域に180日間の適用除外を認め、予想外に原油の供給過剰感が高まった。
- ② サウジアラビアの記者殺害疑惑に端を発して、中東と米国の関係を巡る地政学的な不透明感が増した。
- ③ 11月6日の米中間選挙に前後して、トランプ大統領による口先介入が原油相場のかく乱要因となった。

原油相場が安定に向かう素地は整いつつある

もっとも、2019年1月からはサウジアラビアやロシアなど主要産油国による日量120万バレルの原油減産措置がスタートしていることや、2019年5月には米国によるイラン制裁の適用除外措置が終了を迎える(イラン産原油の輸出に抑制圧力が働く)ことで、政策面から原油価格が安定に向かう素地は整いつつあると考えられます。

現状の市場コンセンサスや米エネルギー情報局(EIA)の予想では、2019年のWTI原油の平均価格は50米ドル台半ばから60米ドル台へ回復が見込まれています(図2)。

図1:MLPとWTI原油先物価格の推移

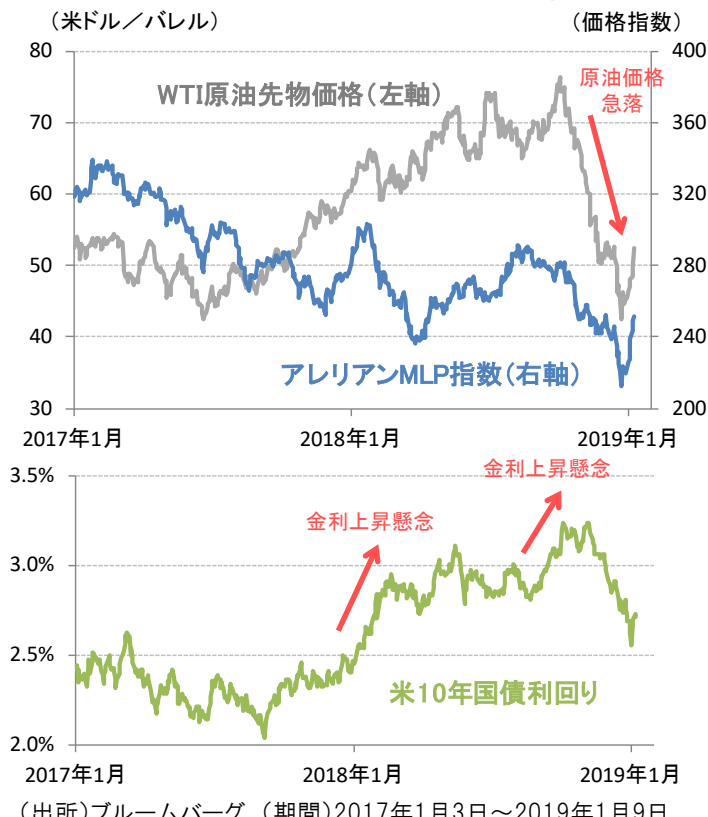
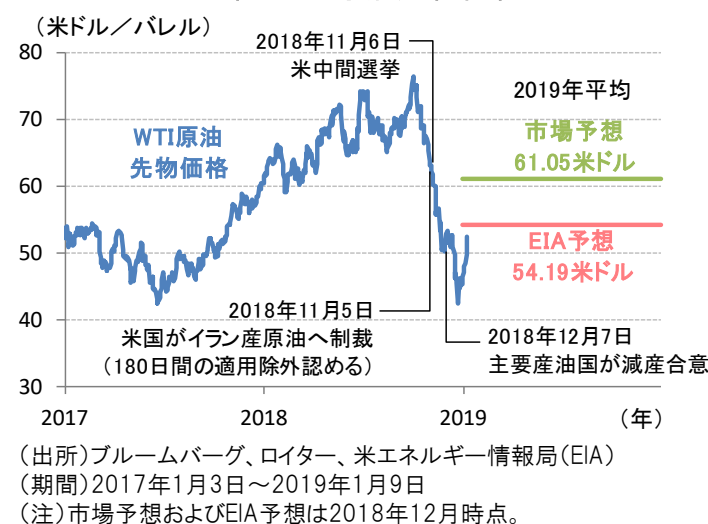


図2:2019年のWTI原油先物価格の見通し



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。

世界の石油需給は19年下半年に均衡化へ

世界の石油需給に目を転じると、2019年上半年までは石油の供給超過が続くとみられる一方、2019年下半年には世界的な生産量の抑制と消費量の持ち直しによって石油需給は均衡化に向かうと予想されます(図3)。

2019年下半年には主要産油国による協調減産の効果が石油需給の均衡に繋がりはじめること、原油価格の回復が下支えされると考えられます。

19年の原油相場は主要産油国と米シェール業界にとって心地よい均衡点を探る展開に

もっとも、石油需給が引き締め過ぎて、原油価格が急速に回復すれば、米シェール・オイルの増産加速が原油価格上昇を抑える要因として働くと考えられるため、2019年の原油価格の回復は緩やかに留まるとみられます。

2019年の原油相場は、米シェール・オイル産業と主要産油国(OPEC・ロシアなど)の双方にとって心地よい原油価格の均衡点を探る展開となりそうです。足元の米主要シェール・オイル生産地域の損益分岐点価格(原油生産の収入と費用が等しくなる原油価格)は概ね40米ドル前後の水準にあることから、米シェール・オイル産業にとっては50~60米ドル台の原油価格であれば一定の利益を確保しながらの原油生産が可能とみられています(図4)。

天然ガス輸出が米エネルギー産業のけん引役に

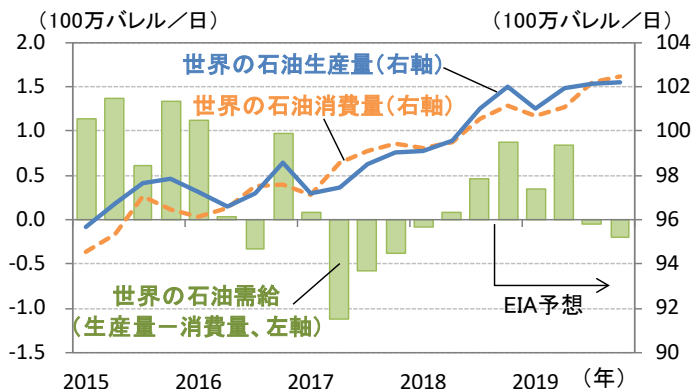
また、米国のエネルギー産業にとっては、原油生産の拡大に加えて、今後本格化する天然ガスの輸出が成長のけん引役として浮上することになりそうです。

米国のメキシコ湾岸などで開発が進められてきた液化天然ガス(LNG)の輸出基地が順次稼働し始めることで、米国のLNG輸出能力は2018年末から2021年末にかけて約2倍の規模に拡大が見込まれています(図5)。

2018年末時点のLNG輸出能力は、世界第一位の豪州が年間約8,800万トン、世界第二位のカタールが約7,700万トンと推定されており、2020年代には米国が第三のLNG輸出大国として浮上することが期待されます。

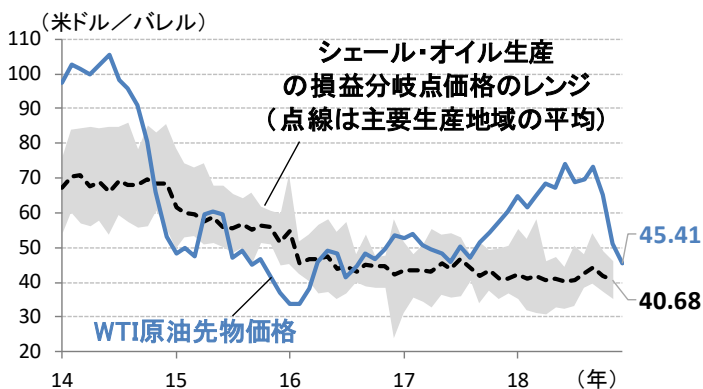
米国のLNG産業では、天然ガスのパイプラインや精製・貯蔵施設、LNG輸出ターミナルなどの関連インフラにMLPのビジネス機会が広がっています。2018年末のMLP市場の時価総額のうち、主に天然ガス関連事業を手掛ける中流MLPの比率は約66%を占めています(図6)。

図3:世界の石油需給の見通し



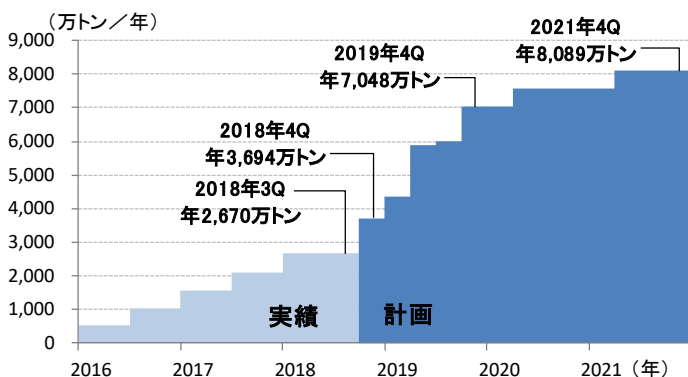
(出所)米EIA (期間)2015年1Q~2019年4Q

図4:シェール・オイルの損益分岐点価格



(出所)ブルームバーグ、BTU Analytics (期間)2014年1月~2018年12月(損益分岐点価格は11月)

図5:米国の液化天然ガス(LNG)輸出能力



(出所)米EIA (期間)2016年1Q~2021年4Q

図6:米国MLP市場のセクター別規模

セクター分類	銘柄数	時価総額 (10億米ドル)	構成比
中流MLP	43	249.4	90.6%
天然ガス関連	22	181.7	66.1%
石油関連	18	66.0	24.0%
エネルギーMLP全体	82	275.1	100.0%

(出所)米MLP協会、ファクトセット (注)2018年末時点。

中流MLPのキャッシュフローは拡大が続く見込み

近年、米国ではテキサス州西部のパーミアン盆地を中心にシェール・オイルの生産が急拡大した結果、原油を輸送するパイプラインや関連インフラの不足問題を解消するため、MLPは積極的な設備投資を実施してきました。

もともと、2018年から2020年にかけては、MLPによる新規の設備投資が一巡に向かい、これまで開発したインフラ資産からのキャッシュフローの回収を進める局面へ移行しつつあります。MLPのキャッシュフローは2020年に向けて安定的な拡大が見込まれています(図7)。

MLPは増配継続と共に、配当支払い余力も改善

キャッシュフローの安定的な拡大を背景に、2019年以降もMLPによる増配基調は続く見通しです。ファクトセット集計の市場コンセンサスでは、中流MLPの一株当たり配当伸び率(全銘柄の中央値)は2019年が前年比+4.1%、2020年が同+6.0%と予想されています(図8)。

一方、MLPのキャッシュフロー拡大や、資本構造簡素化などのバランスシート改革が進んだことにより、2018年以降はMLPの配当支払い余力が大きく改善する傾向にあります。配当支払いの余裕度を示す配当カバレッジは1.3倍前後へ上昇し、MLPは増配を継続する中でもキャッシュフローの裏付けを十分に保っていることが示唆されています。

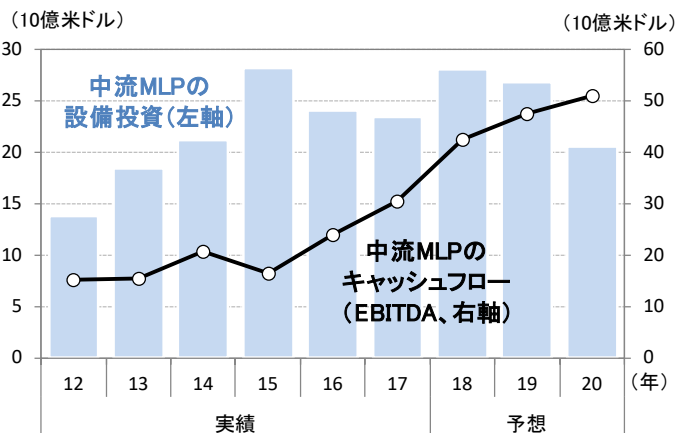
外部環境改善からMLPへの再評価が期待される

2018年のMLP市場は原油相場の急変動や米中貿易戦争の激化、米金融政策を巡る不透明感などの外部環境の変化に直面し、軟調な展開が続いてきました。一方、株価低迷の結果として、MLPの予想配当利回りは足元では8%台の高水準へ上昇しており、インカム収益の面でのMLPの投資妙味が増えています(図9)。

米金融政策に関しては、パウエルFRB議長が年初の講演で今後の利上げに柔軟な姿勢を示したことで、2019年はFRBの利上げの終着点が視野に入りそうです。また、難航してきた米中貿易協定にも、1月7-9日の次官級協議によって足元では進展の兆しが見えつつあります。

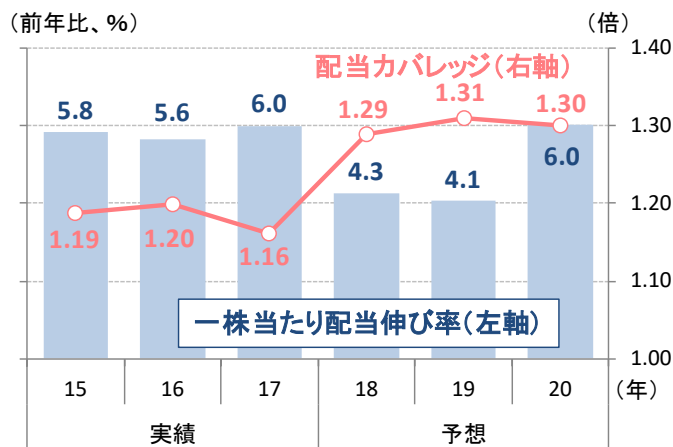
2019年は前述した原油相場の安定化や、金利上昇懸念の一巡、米中貿易戦争の決着などの外部環境の改善が進めば、安定増配が見込まれるMLPのファンダメンタルズへの再評価が期待されます。

図7: 中流MLPの設備投資とキャッシュフロー



(出所)ファクトセット (注)集計対象はゼネラル・パートナーを除く中流MLP。予想は2018年末時点の市場コンセンサス。

図8: 中流MLPの配当伸び率と配当カバレッジ



(出所)ファクトセット

(注)配当伸び率は中流MLP43銘柄の中央値。配当カバレッジは大手中流MLP30銘柄の中央値。予想は2018年末時点の市場コンセンサス。配当カバレッジは「一株当たり配当可能キャッシュフロー÷一株当たり配当」で計算され、配当支払いの余裕度を示す指標。

図9: MLPの予想配当利回りの推移



(出所)ブルームバーグ (期間)2015年1月2日~2019年1月9日

【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

2019年1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／

一般社団法人第二種金融商品取引業協会