

# 足元のMLP市場下落の背景と2018年の見通し

- 軟調地合いが続いた2017年のMLP市場。減配懸念の高まりや米個人投資家の節税対策の売りなどが下落要因に。
- 中流エネルギー・セクターの社債利回りは低位での安定傾向が続く。社債投資家はMLPに対し冷静な見方を維持。
- 設備投資の一巡によりMLPの事業環境は投資回収局面に。キャッシュフロー拡大が増配を後押しすると期待される。
- 原油価格の安定と米原油生産の拡大が見込まれる2018年には、MLPの市場環境が好転に向かう可能性。

## 軟調地合いが続いた2017年のMLP市場

2017年のMLP市場は、年初こそトランプ政権発足によるエネルギー規制の緩和期待から底堅い展開となったものの、その後は軟調な地合いが続きました。特に年後半には、原油相場が回復に向かう中でMLP市場が下落するという二極化の動きが広がりました(図1)。

原油相場の回復にもかかわらず、足元でMLP市場の軟調が続いている背景として、次の二つの点が挙げられます。

### 減配懸念が投資家の慎重姿勢に繋がった可能性

第一に、一部MLPの予想外の減配公表をきっかけに、他の銘柄にも減配が広がることへの懸念がMLPに対する投資家の慎重姿勢に繋がった可能性があります。10月12日には、ジェネシス・エナジー(GEL)が第3四半期の一株当たり配当を前期比-30.8%とする予想外の大幅減配を公表したほか、エンタープライズ・プロダクツ・パートナーズ(EPD)は増配ペースの抑制を公表しました。

### 節税対策の売りがMLP市場の需給悪化要因に

第二に、毎年10-12月にかけて含み損となっている株式への米個人投資家による節税対策の売りが出やすいという季節性(タックス・ロス・セリング)が、MLP市場の需給悪化に繋がっている模様です。特に米国株が最高値を更新する中でのMLPのパフォーマンス悪化は、MLPが節税対策の売りの対象とされやすいことを示唆しています。

### 社債投資家はMLPに対して冷静な見方を維持

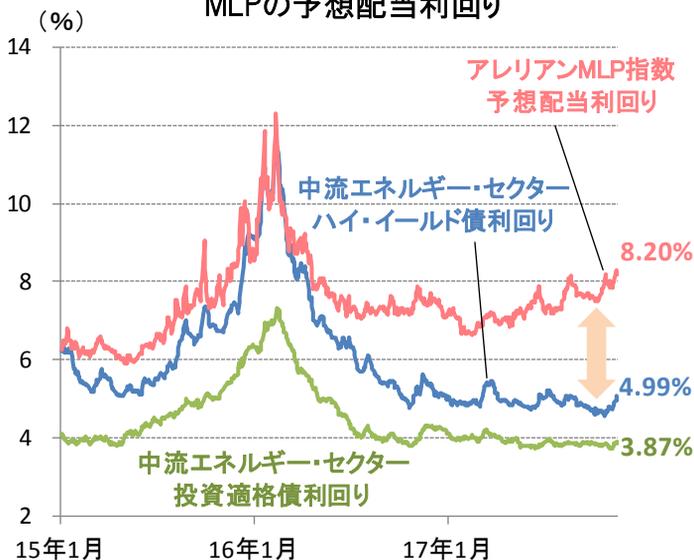
もっとも、株式市場では上述の要因からMLPの株価低迷が続いていますが、社債市場では中流エネルギー・セクターの社債利回りは低位での安定傾向を維持しています(図2)。2015年から2016年初にかけての原油価格の急落局面では、MLPの社債と株式の双方に売り圧力が高まったものの、足元の局面では社債投資家はMLPの財務基盤に対して冷静な見方を維持している模様です。

図1: アレリアンMLP指数と原油相場の推移



(出所)ブルームバーグ (期間)2016年1月4日~2017年11月17日

図2: 米中流エネルギー・セクターの社債利回りとMLPの予想配当利回り



(出所)ブルームバーグ、バークレイズ

(期間)2015年1月2日~2017年11月17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。

### 設備投資の回収局面に移行するMLPの事業環境

MLPの事業環境に目を転じると、2010年代から拡大してきたMLPの設備投資は2017年で概ね一巡する公算が高く、今後は設備投資の回収局面に移行するとみられます(図3)。数年をかけて投資してきたプロジェクトが稼働を開始し、キャッシュフローを生み始めれば、増資などの外部資金調達が必要が低下し、成長投資を自己資金で調達するような財務基盤の強化にも繋がると期待されます。

### 市場では中流MLPの増配基調の継続を予想

MLPのキャッシュフローの拡大は今後の増配を後押しする要因になると考えられます。ファクトセット集計の市場コンセンサス(11月17日時点)によれば、中流MLPの一株当たり配当の伸び率(中央値)は2018年が前年比+6.3%、2019年が同+6.0%と予想されており、中流MLP全体では2018年以降も増配基調が見込まれています(図4)。

### 2018年にはMLPの市場環境が好転する可能性

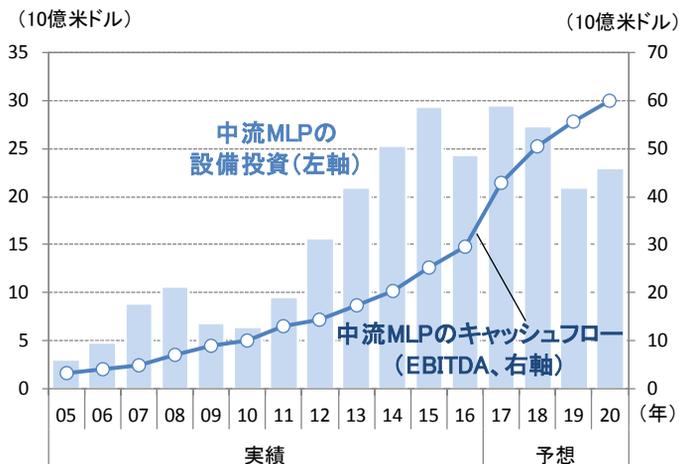
年末に向けた当面のMLP市場は、需給面から不安定な相場展開が続く可能性があります。一方、主要産油国による原油減産措置への期待感から原油相場の安定感が増していることは、外部環境の面でMLPへの見直しが進む環境が整いつつあることを示唆しています。

米エネルギー情報局(EIA)の「短期エネルギー見通し」(2017年11月時点)によれば、2018年は原油価格の安定と米国の原油生産の拡大が共存することが見込まれています(図5)。2018年12月の米国の原油生産量は過去最高(※)の日量1,017万バレル(2017年10月比9.9%の増産)へ拡大すると予想されており、中流セクターでは原油生産の拡大に伴って輸送や貯蔵、精製などの需要が高まることが期待されます。

加えて、MLP固有の要因としては、①社債市場との相对比较からMLPの株価が割安に評価されていること、②今後は設備投資の稼働開始によるMLPのキャッシュフロー拡大が見込まれること、③市場全体ではMLPの増配基調は継続する公算が高いことなどを考慮すると、2018年にはMLPの市場環境が好転に向かう可能性があると考えられます。

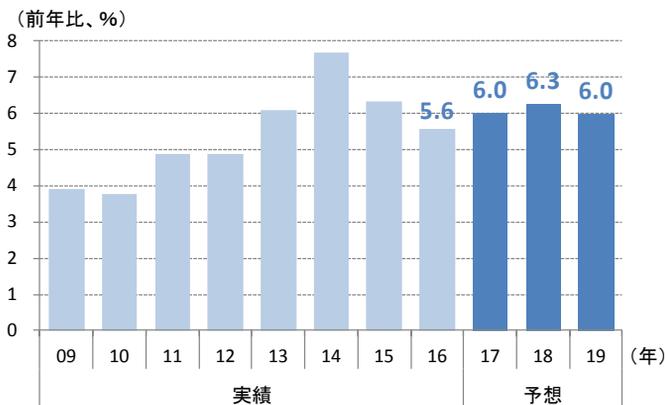
(※)現時点では1970年11月の日量1,004万バレルが過去最高。

図3: 中流MLPの設備投資とキャッシュフロー



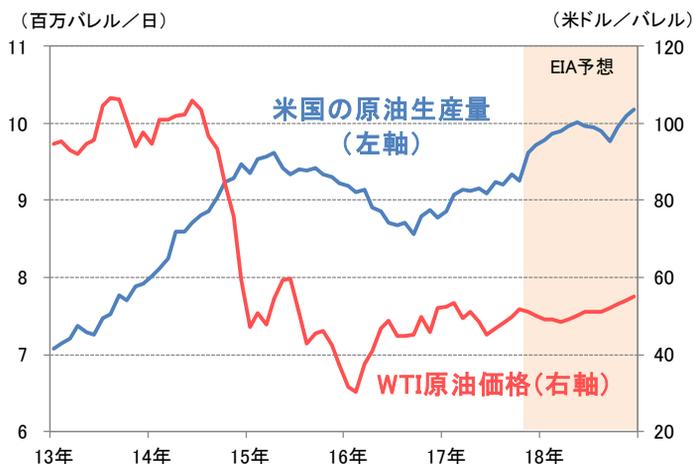
(出所)ファクトセット (注)ゼネラル・パートナーを除く中流MLP49銘柄。予想は2017年11月17日時点。EBITDAは金利・税金・償却前利益。

図4: 中流MLPの一株当たり配当伸び率の見通し



(出所)ファクトセット (注)中流MLP53銘柄の中央値。予想は2017年11月17日時点。

図5: 米国の原油生産量と原油価格の見通し



(出所)米エネルギー情報局(EIA) (期間)2013年1月~2018年12月 (注)2017年11月以降は予想値。予想は2017年11月時点。

当資料は、参考情報の提供を目的としてレグ・メイソ・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。

## 【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

2017年11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