



## 新政権下の米国エネルギー政策およびMLP市場動向 ～クリアブリッジによる見通し～

2017年6月上旬、レグ・メイソン傘下の株式運用会社クリアブリッジ・インベストメントズのエネルギー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・イズ氏が来日しました。その際、米国の新政権下のエネルギー政策およびMLP市場動向についてインタビューを行いました。当レターでは、①MLP市場動向とMLPの配当成長率、②米国の原油生産と原油価格の動向、③米国の天然ガスの市場環境と④トランプ政権の影響、についてご紹介いたします。



ポートフォリオ・マネージャー  
クリス・イズ氏

### MLP市場動向について

➤ MLPのキャッシュフローが堅調に推移し、MLPの株価は2016年2月の安値から上昇

2014年半ばからの原油価格下落の影響を受けて、エネルギー・セクター全般が軟調な展開となり、MLPの株価も堅調なファンダメンタルズに関係なく下落しました(図1)。

しかし、原油市場の混乱による株価下落局面においても、MLPのキャッシュフローおよび配当が堅調に推移したことから、投資家の懸念が和らぎ、MLPの株価は2016年2月につけた安値から反発しました。

### MLPの配当成長率について

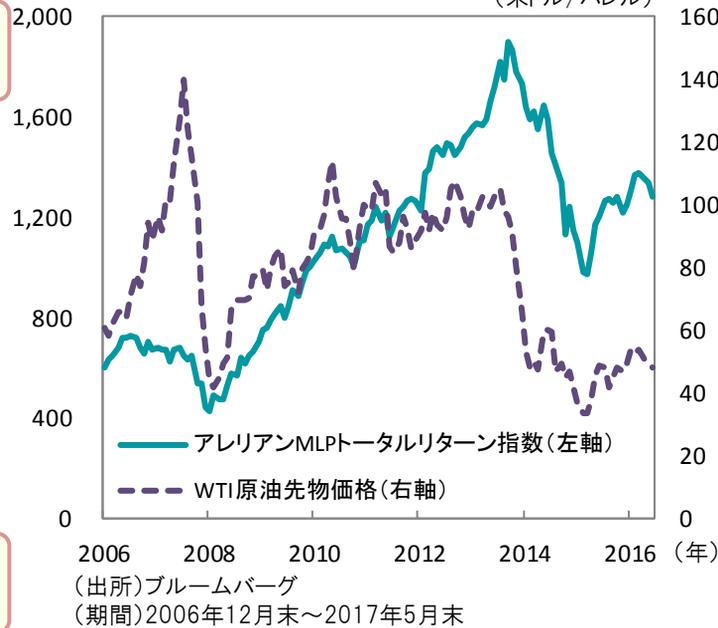
➤ 米国エネルギー生産量の増加などを背景に、MLPの配当成長率は加速すると予想

2016年のMLPの配当成長率は、大幅な原油価格下落にもかかわらず、実際のMLPのキャッシュフローが堅調に推移したため3.6%となりました。2017年のMLPの配当成長率については、新規設備投資がキャッシュフローに貢献し始め、エネルギー取扱量が増加することから、6%程度になると予想しています(図2)。そして、2018年の配当成長率についても、MLPのファンダメンタルズが引き続き良好に推移すると考えられ、7~9%へ加速すると予想しています。

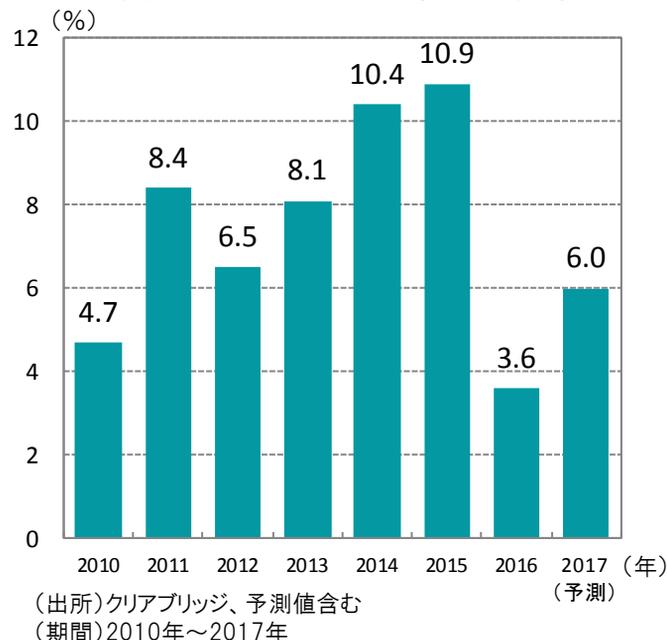
過去において、MLPの配当成長率が加速した局面では、MLPの株価が大きく上昇しました。エネルギー生産量の増加によって、今後もMLPのキャッシュフローの拡大が期待されるため、MLPの株価にも好影響を与えることが期待されます。

### 図1: アレリアンMLP指数と原油価格の推移

(米ドル/バレル)



### 図2: エネルギーMLPの配当成長率



●当資料は、説明資料としてレグ・メイソン・アセット・マネジメント株式会社(以下「当社」)が作成した資料です。●当資料は、当社が各種データに基づいて作成したものです。●当資料に記載された過去の成績は、将来の成績を予測あるいは保証するものではありません。●当資料に記載されている見解、目標等は、将来の成果を保証するものではなく、また予告なく変更されることがあります。●この書面及びここに記載された情報・商品に関する権利は当社に帰属します。したがって、当社の書面による同意なくして、その全部もしくは一部を複製し又その他の方法で配布することはご遠慮ください。●当資料は情報提供を目的としたのみ作成されたもので、証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。



## 米国の原油生産の動向について

- ▶ 米国は原油生産において、生産コストの面で優位性があり、今後も米国の原油生産量は拡大

米国シェールオイルの生産コスト(損益分岐点)は技術革新の進展により低下しており、現在、約35米ドル/バレル\*と原油価格を下回った水準となっています。米国の原油生産は掘削のコスト面で優位性があり、エネルギー生産量の先行指標の掘削リグの稼働数は増加傾向にあります(図3)。米国の石油掘削リグの稼働数は2016年5月27日から2017年6月2日までに132%増加しました。また、米国の原油生産量は日量888万バレル(2016年5月時点)から日量910万バレル(2017年3月時点)に増加しています。

## 原油価格の動向について

\* (出所)クリアブリッジ

- ▶ 原油価格は、石油輸出国機構(OPEC)の方針転換や世界の石油の需給バランスにより、安定化の方向

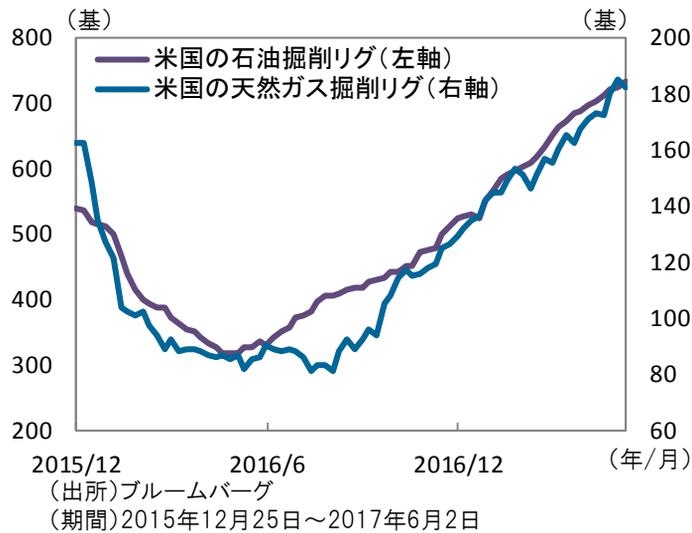
今後、原油価格は、主に2つの要因(OPECの方針転換や世界の石油の需給バランス)により、安定して推移することが期待されます。

第一に、OPECは1960年の設立以来、市場シェアを最大化する目的で原油生産量をコントロールしてきましたが、この姿勢に最近、変化が見られます。OPEC加盟国は安定した収益を確保するため、市場シェアを犠牲にしても原油価格の維持を目的として、2016年11月に生産抑制の決断に踏み切ったものと考えられます。

また、2018年にサウジアラムコ社の新規株式公開(IPO)を控えるサウジアラビアは、高い原油価格を維持していくことが重要な課題となっています。OPEC減産後、原油価格は約10米ドル上昇し、サウジアラビアの収益も拡大しました(図4)。今後も、OPECの原油価格の最大化を重視する姿勢は続くものと考えています。

第二に、世界の石油需要は2017年に日量130万バレル増加すると予想される一方、OPECおよびロシアなどの産油国は2017年に生産量をおよそ日量180万バレル削減する見込みです。そのため、今後、米国の石油生産量が大幅に増加しない限り、およそ310万バレル(合計)の需給引き締めによって、石油市場は供給過剰から供給不足に転じる可能性があると考えています(図5)。

### 図3: 米国の石油・天然ガス掘削リグの稼働数

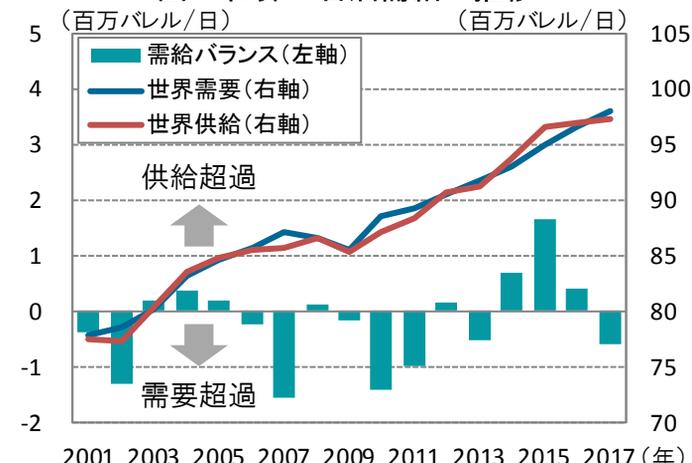


### 図4: サウジアラビアのOPEC減産前後の比較

	減産前	減産後
①原油生産量	10.61百万バレル/日	9.90百万バレル/日
②原油価格	約45米ドル	約54米ドル
①×② (収益、日次)	477百万米ドル	535百万米ドル

(出所)国際エネルギー機関(IEA)、ブルームバーグ  
原油生産量の減産前は2016年3Q、減産後は2017年1Q。原油価格(WTI原油先物)の減産前は減産前の安値(2016年11月29日時点)、減産後は減産後の高値(2017年2月23日時点)

### 図5: 世界の石油需給の推移



(出所)国際エネルギー機関(IEA)  
(期間)2001年～2017年、2017年は予測値

●当資料は、説明資料としてレグ・メイソン・アセット・マネジメント株式会社(以下「当社」)が作成した資料です。●当資料は、当社が各種データに基づいて作成したものです。その情報の確実性、完結性を保証するものではありません。●当資料に記載された過去の成績は、将来の成績を予測あるいは保証するものではありません。また記載されている見解、目標等は、将来の成果を保証するものではなく、また予告なく変更されることがあります。●この書面及びここに記載された情報・商品に関する権利は当社に帰属します。したがって、当社の書面による同意なくして、その全部もしくは一部を複製し又その他の方法で配布することはご遠慮ください。●当資料は情報提供を目的としたのみ作成されたもので、証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。



## 米国の天然ガスの市場環境について

➤ 需要の増加から、米国の天然ガスの生産量は増加する見通し

米国において、天然ガス(天然ガス液含む)は、米国の原油・ガスの全生産量の約3分の2を占める重要なエネルギー資源です。米国のシェールガス開発は低コストでの生産が可能で、米国でシェールガスの生産に弾みがついた2005年から2016年までの間に、天然ガスの価格は約70%下落し、生産量は約50%増加しました(図6)。

米国では発電事業、石油化学産業における天然ガス需要が大幅に拡大しています(図7)。シェール革命により天然ガスの価格が下落したことに加え、石炭に比べて環境負荷の面で優れていること等から、発電用燃料としての天然ガス需要は大きく伸びており、今後も拡大すると予想しています。また、産業用についても、新しい石油化学工場の稼働が複数予定され、今後5年間で天然ガスに含まれるエタン消費量が大幅に増加する見込みです。

天然ガスの輸出も拡大基調にあり、需給の引き締め要因となっています。2016年に液化天然ガス(LNG)ターミナルからの輸出が開始されるなど、今後は、輸出量が輸入量を上回り、米国は天然ガスの純輸入国から純輸出国に転換する見通しです。

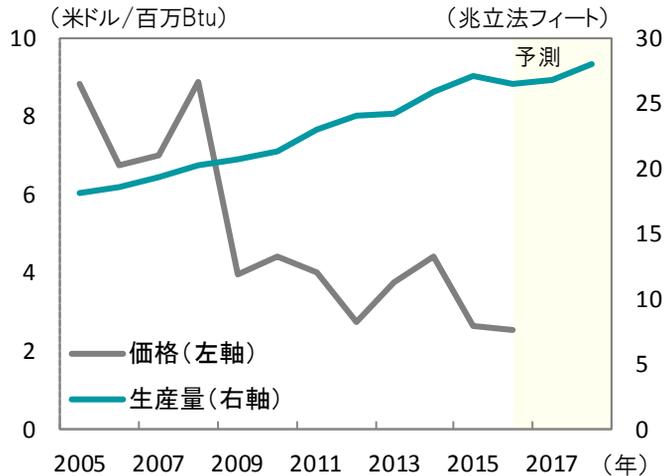
## トランプ政権がエネルギー業界に及ぼす影響について

➤ トランプ政権の政策は今後4年間に亘って、MLP市場にプラスの影響

トランプ大統領は、米大統領就任式後の数日で、2つの大きなパイプライン(ダコタ・アクセス・パイプライン、キーストンXLパイプライン)の建設を推進する大統領令に署名しました(図8)。トランプ政権は、国有地での油井掘削の認可プロセスをオバマ政権よりも合理化したことにより、国有地の開発が拡大すると予想されることから、エネルギー生産量が増加し、MLPにプラスの影響をもたらすものと考えられます。

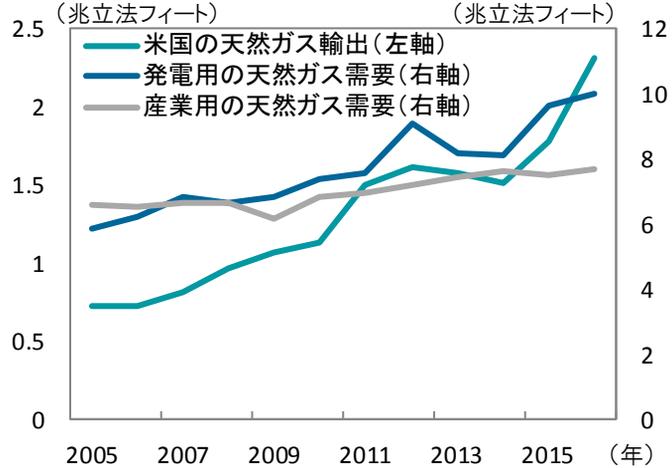
また、トランプ大統領は2017年2月28日、今後10年間に米国のインフラ整備に1兆米ドル投資するとの方針を示しました。この方針に基づきエネルギーインフラへの投資が拡大すれば、MLPに及ぼすトランプ政権による潜在的なプラスの影響がさらに大きくなることが期待されます。

### 図6: 米国の天然ガスの生産量と価格の推移



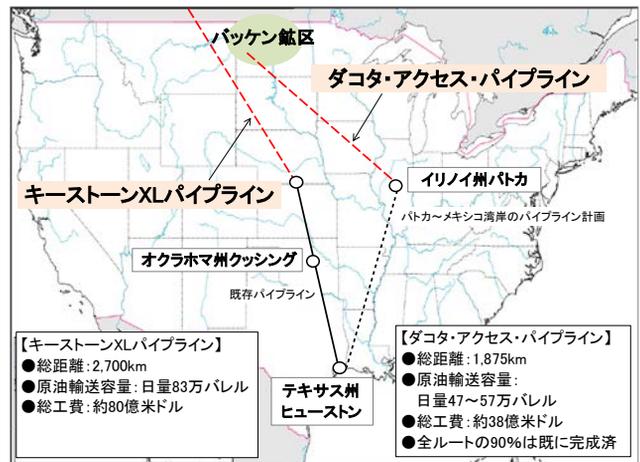
(出所)米エネルギー情報局(EIA)のデータをもとにレグ・メイソン・アセット・マネジメント作成、予測値含む (期間)2005年~2018年 ※天然ガス価格はHenry Hubスポット価格

### 図7: 米国の天然ガス輸出と発電用及び産業用需要



(出所)米エネルギー情報局(EIA) (期間)2005年~2016年

### 図8: トランプ大統領が承認した原油パイプライン計画



(出所)各種資料よりレグ・メイソン・アセット・マネジメント作成 2017年1月24日時点

●当資料は、説明資料としてレグ・メイソン・アセット・マネジメント株式会社(以下「当社」)が作成した資料です。●当資料は、当社が各種データに基づいて作成したものです。●当資料に記載された過去の成績は、将来の成績を予測あるいは保証するものではありません。●当資料に記載されている見解、目標等は、将来の成果を保証するものではなく、また予告なく変更されることがあります。●この書面及びここに記載された情報・商品に関する権利は当社に帰属します。したがって、当社の書面による同意なくして、その全部もしくは一部を複製し又その他の方法で配布することはご遠慮ください。●当資料は情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。