



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、米中貿易戦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

もともと、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

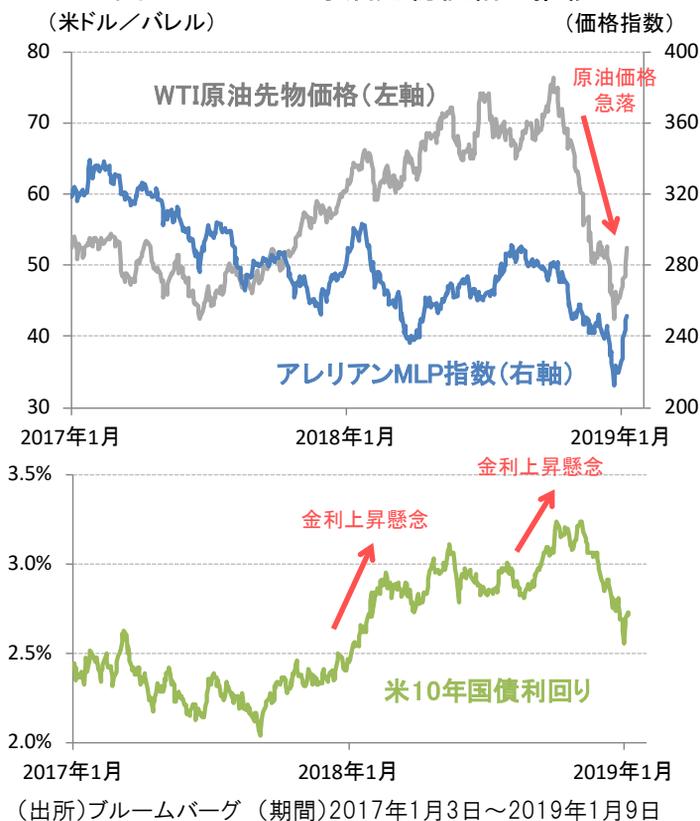


図2:2019年のWTI原油先物価格の見通し



●当資料は、説明資料としてレッグ・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。



世界の石油需給は19年下半期に均衡化へ

世界の石油需給に目を転じると、2019年上半期までは石油の供給超過が続くとみられる一方、2019年下半期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年下半期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こととみられるため、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

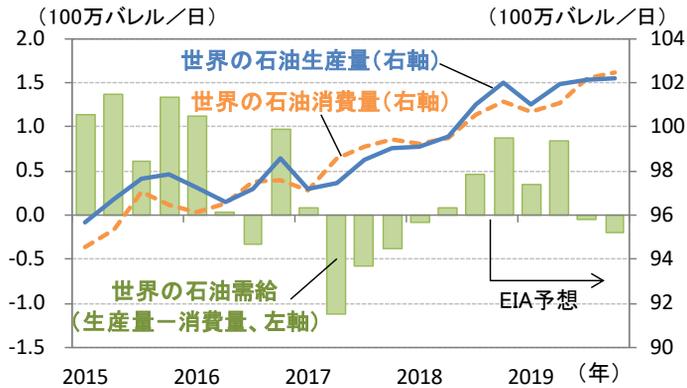
また、米国のエネルギー産業にとっては、原油生産の拡大に加えて、今後本格化する天然ガスの輸出が成長のけん引役として浮上ることになりそうです。

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。

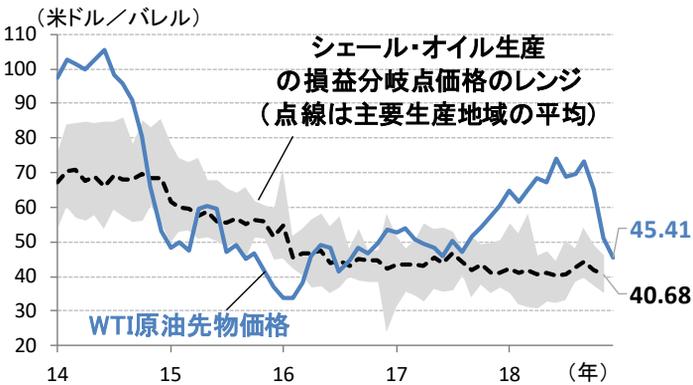
米国のLNG産業では、天然ガスのパイプラインや精製・貯蔵施設、LNG輸出ターミナルなどの関連インフラにMLPのビジネス機会が広がっています。2018年末のMLP市場の時価総額のうち、主に天然ガス関連事業を手掛ける中流MLPの比率は約66%を占めています(図6)。

図3:世界の石油需給の見通し



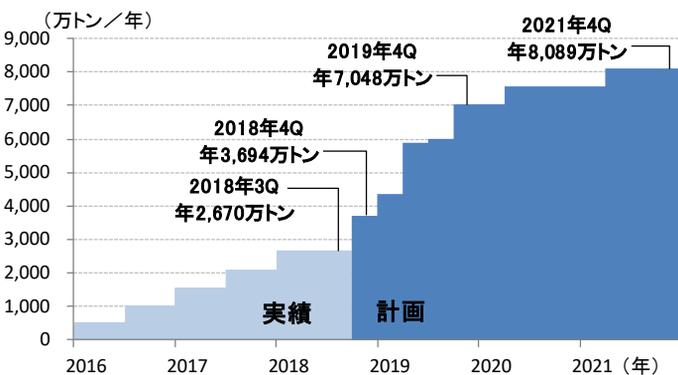
(出所)米EIA (期間)2015年1Q~2019年4Q

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。

●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、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。



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。

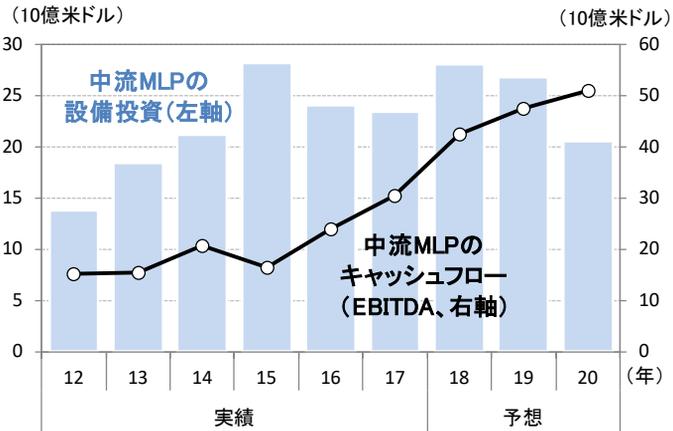
外部環境改善からMLPへの再評価が期待される

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議にも、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。

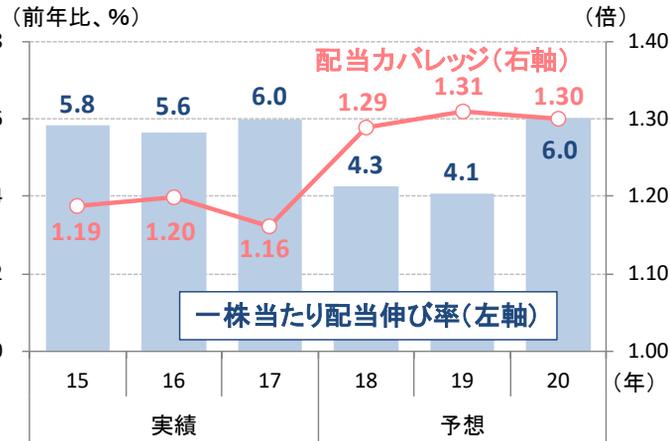
2019年は前述した原油相場の安定化や、金利上昇懸念の一巡、米中貿易戦争の決着などの外部環境の改善が進めば、安定増配が見込まれるMLPのファンダメンタルズへの再評価が期待されます。

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

●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。