# 年初来からの米国MLP市場の動向と当面の見通し

- 19年のMLP市場は一進一退の展開が続く。MLPの株価は軟調な中でも、社債投資家はMLPへの冷静な見方を維持。
- 米国の原油・ガス生産は20年に向け増産維持へ。シェール業界は足元の原油価格の水準でも一定の利益を確保。
- 拡大見込まれる米液化天然ガスの輸出能力。設備投資からの資金回収がMLPのキャッシュフローを押し上げへ。
- MLPは配当支払い余力が改善し、今後も増配基調が続く見込み。安定したインカム収益がMLPの再評価の要因に。

## 一進一退の展開が続く2019年のMLP市場

2019年のMLP市場は、上半期は原油価格の回復などを背景に底堅く推移したものの、足元では原油価格の変動や米中貿易戦争を巡る不透明感などから一進一退の展開が続いています（図1）。

## 中流エネルギー・セクターの社債利回りは低下

2019年の米国金融市場では、世界的な景気減速への懸念の台頭や米連邦準備制度理事会（FRB）による利下げ観測などを背景に、米10年国債利回りの低下が進んでいます（図2）。米10年国債利回りが2%を割り込む中で、MLPを含む中流エネルギー・セクターの投資適格債利回りも足元は低下基調にあります（図2）。

こうした社債利回りの低下には、MLP市場にとって以下のような2つの示唆があると考えられます。

## 社債利回りの低下はMLPの成長投資を後押し

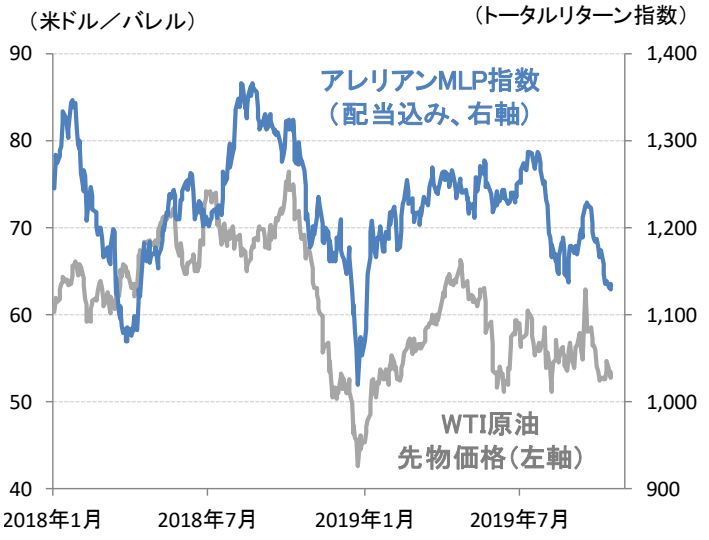
第一に、投資適格債利回りの低下は、健全なバランスシートを持つMLPや親会社の中流エネルギー企業の資金調達環境が改善していることを意味しています。

足元では中流エネルギー・セクターの投資適格債利回りは3%台半ばまで低下しており、MLPは従来以上に低コストな社債発行によって資金調達をし、今後の成長投資を進める素地が整いつつあると考えられます。

## 社債投資家はMLPに対して冷静な見方を維持

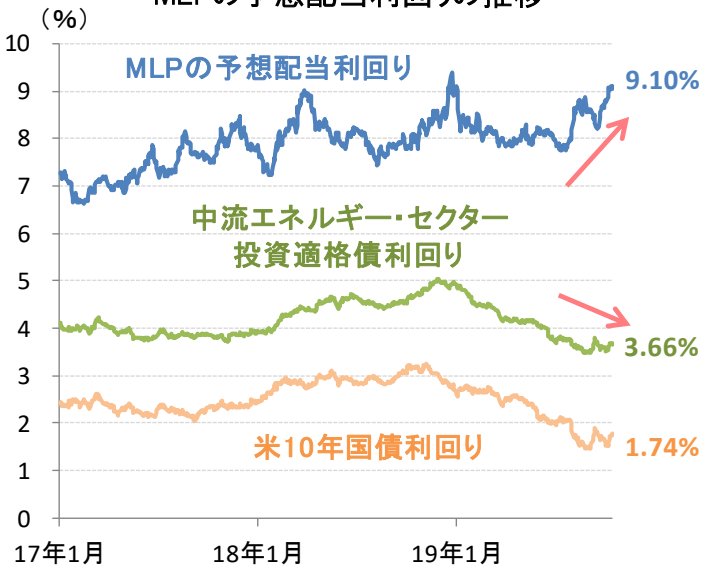
第二に、中流エネルギー・セクターの投資適格債利回りが低下する一方、MLPの予想配当利回りが上昇していることは、株式投資家の方がMLPにより慎重な姿勢を採っていることを示唆しています。MLPに対して冷静な見方を維持する社債投資家の存在を考慮すると、MLP株式には依然として見直しの余地が残されているとみられます。

図1：MLPとWTI原油先物価格の推移




（出所）ブルームバーグ （期間）2018年1月2日～2019年10月16日

図2：米中流エネルギー・セクターの社債利回りとMLPの予想配当利回りの推移




（出所）ブルームバーグ、バークレイズ
（期間）2017年1月3日～2019年10月16日
（注）社債利回りは期限前償還を考慮した最低利回り。

●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が、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。

## 米国の原油・ガス生産は20年にかけ増産維持へ

米国のエネルギー市場では、石油・天然ガスの輸送・処理・貯蔵需要の源泉となる米国の原油および天然ガスの生産量は2020年にかけて増産基調が続く見通しです。

米エネルギー情報局(EIA)によれば、2020年の原油生産量は前年比7.4%増の日量1,317万バレルへ、同年の天然ガス生産量は前年比2.0%増の日量935億立法フィートへ一段の増産が進むと予想されています(図3・4)。

### 図4:米国の原油・天然ガス生産量の年間予想

| | | 2019年予想 | 2020年予想 |
|---|---|---|---|
| 原油生産 | 百万バレル/日 | 12.26 | 13.17 |
| | 前年比 | 11.6% | 7.4% |
| 天然ガス生産 | 10億立法フィート/日 | 91.63 | 93.50 |
| | 前年比 | 9.9% | 2.0% |

(出所)米EIA (注)予想は2019年10月時点。

## シェール業界は足元の原油価格でも利益を確保

近年の米国の原油生産のけん引役となっているシェール・オイル業界では、技術革新に伴う生産性向上によって、原油生産に係る損益分岐点の価格水準は1バレル=40米ドル近辺へ低下しているとされています(図5)。

1バレル=50~60米ドル近辺の原油価格は、シェール業界にとっては一定の利益を確保しながらの原油増産が可能な心地よい価格水準であると推定されます。

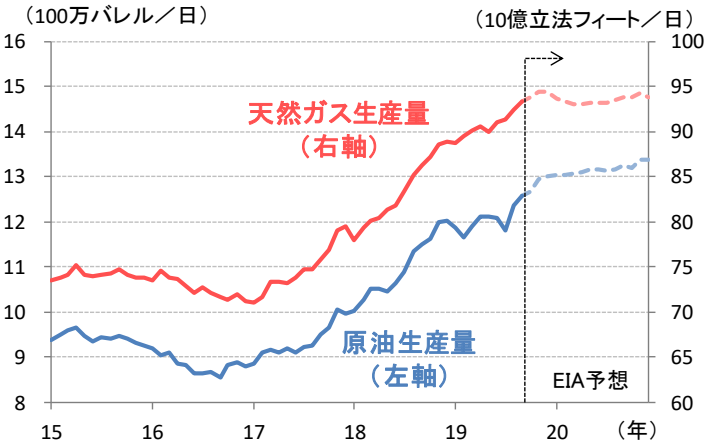
## 液化天然ガス(LNG)輸出能力の増強見込まれる

また、米国の天然ガス産業にとっては、米国内での発電需要に加えて、今後本格化する天然ガスの輸出が成長のけん引役になると考えられます。

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2019年9月末時点の年5,234万トンから、2025年末には年1億603万トンへ大幅な拡大が計画されています(図6)。

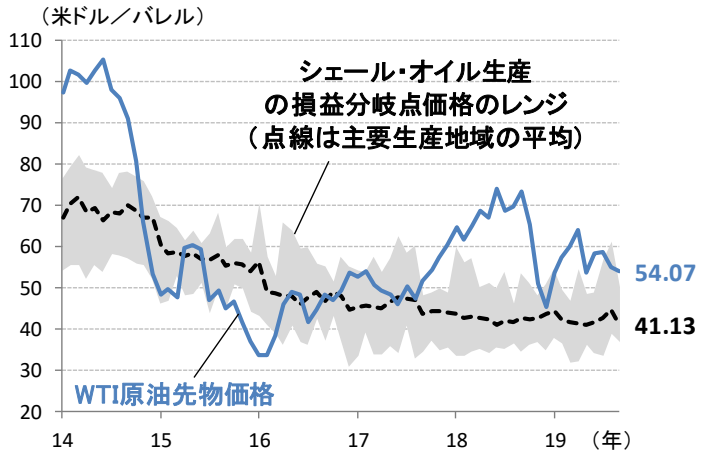
米国のLNG産業では、天然ガスのパイプラインや精製・貯蔵施設、LNG輸出ターミナルなどの関連インフラにMLPのビジネス機会が広がっていると言えそうです。

### 図3:米国の原油・天然ガス生産量の見通し



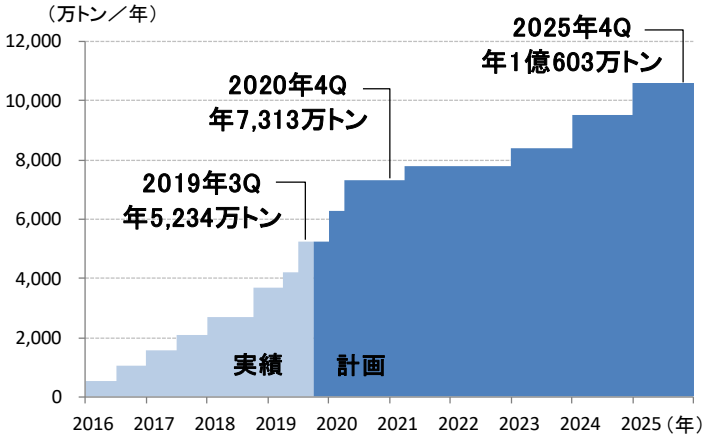

(出所)米エネルギー情報局(EIA) (期間)2015年1Q~2019年4Q
(注)予想は2019年10月時点。

### 図5: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~2019年9月

### 図6:米国の液化天然ガス(LNG)輸出能力




(出所)米EIA (期間)2016年1Q~2025年4Q

●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が、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

米国での原油や天然ガスの輸送・貯蔵需要の高まりを背景に、パイプライン建設などの中流MLPによる設備投資は2018年から2019年にかけ活発化しつつあります（図7）。

2020年以降はMLPによる新規の設備投資は一巡に向かうものの、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が進められることで、MLPの収益は2021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

こうした安定的な収益拡大を背景に、全体としては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（中央値）は2019年が前年比+2.9%、2020年が+3.9%、2021年が+4.1%と緩やかな増益率の上昇が予想されています（図8）。

また、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。

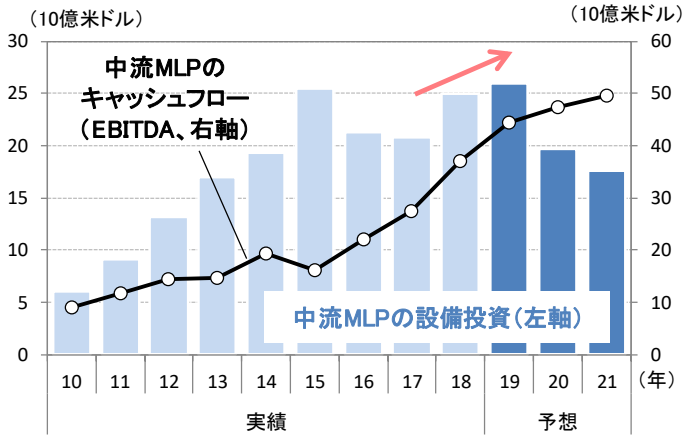
## 安定したインカム収益がMLPの再評価の要因に

2019年は原油相場の変動や米中貿易戦争を巡る不透明感などの外部環境の変化から、MLP市場は軟調な展開が続いてきました。

一方、足元までの株価下落に伴ってMLPの予想配当利回りは9%台の高水準へ上昇しており、インカム収益の面でMLPの投資妙味は引き続いて高い状態が続いています（図9）。世界的に景気減速へ対応した金融緩和が広がりを見せ、主要国の国債利回りが低下基調にある中では、安定した利回りを確保できる投資対象への需要は引き続き根強いと考えられます。

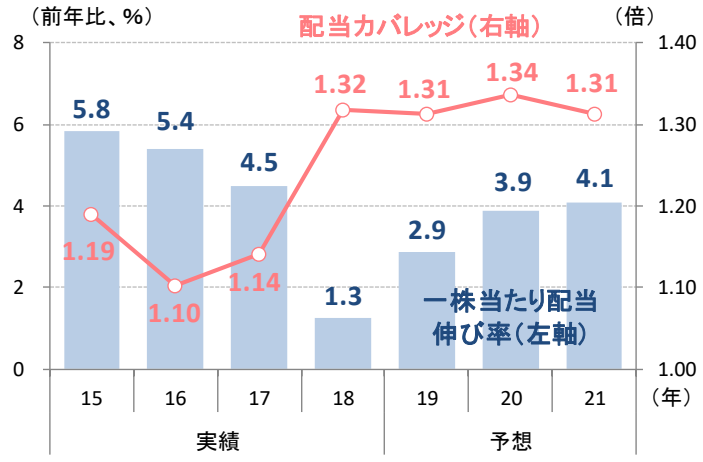
今後は、不透明な外部環境が続く中でも、安定したキャッシュフローや増配を生み出すMLPのファンダメンタルズの底堅さが確認され、MLPへの市場からの再評価が進むかに注目が集まりそうです。

### 図7：中流MLPの設備投資とキャッシュフロー



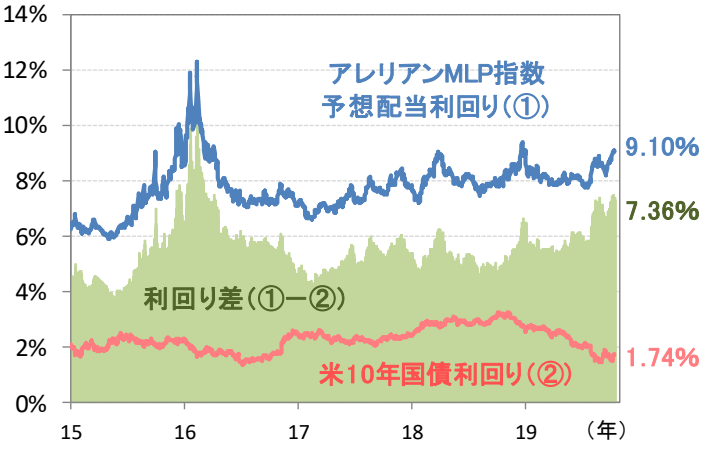

（出所）ファクトセット （注）集計対象は中流MLP34銘柄。
予想は2019年9月末時点の市場予想。

### 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MLP34銘柄の中央値。予想は2019年9月末時点の市場予想。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、配当支払い余裕度を示す指標。

### 図9：MLPの予想配当利回りと米10年国債利回り




（出所）ブルームバーグ （期間）2015年1月2日～2019年10月16日

●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が、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。