

## 米国MLP市場の現状と今後の見通しについて

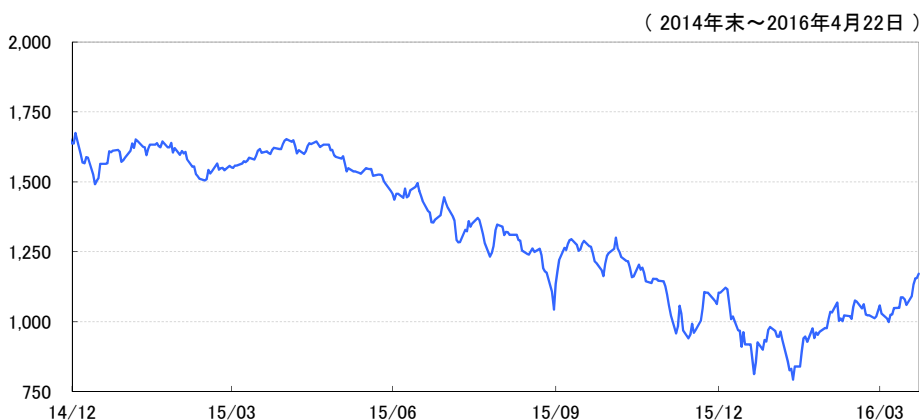
2016年4月28日

※以下のデータおよびコメントは、CBREクラリオン・セキュリティーズのコメントを基に大和投資信託が作成したものです。

### <米国MLP市場の現状>

2014年の終わりから2016年2月半ばまで、MLP市場は軟調な展開が続きました。原油などの商品価格の下落、MLPに対するリスク・プレミアムの上昇、MLPを投資対象とするファンドからの資金流出(MLP銘柄の売却)、ハイ・イールド市場の下落などがマイナス要因となりました。

### MLP市場の推移



※MLP市場の推移は、Alerian MLP Index(トータルリターン、米ドルベース)を使用しています。

※Alerian MLP Indexは、Alerianの商標であり、当該インデックスに関する全ての権利はAlerianに帰属します。(出所)ブルームバーグ

原油価格水準が大幅に低下し、MLPの資本市場での資金調達が難しくなる中、MLP各社は開発投資をスローダウンさせると同時に、内部留保を厚くするなど、財務体質の改善に努めています。

2015年は年間で過去最高となる21件のMLPが減配を行いました。減配に至ったMLPは、主に探査・生産、油田サービス、海上輸送などで、かつ負債比率が高めで配当政策に積極的なMLPでした。また、これらのMLPはスポンサー(親会社)の支援が限定的で時価総額が比較的小規模な銘柄が中心でした。減配を行ったMLPが、代表的なMLP指数であるアレリアンMLP指数に占める時価総額の割合はわずか1%以下で、多くのMLPは減配には至っていません。

こもと、原油価格やMLP価格に底打ちの兆しが見え始めていますが、現状のMLPにおけるリスクについて、次頁以降で詳しく見ていきたいと思えます。

### 当資料のお取り扱いにおけるご注意

■当資料は、ファンドの状況や関連する情報等をお知らせするために大和投資信託により作成されたものであり、勧誘を目的としたものではありません。■当資料は、各種の信頼できると考えられる情報源から作成していますが、その正確性・完全性が保証されているものではありません。■当資料の中で記載されている内容、数値、図表、意見等は当資料作成時点のものであり、将来の成果を示唆・保証するものではなく、また今後予告なく変更されることがあります。■当資料中における運用実績等は、過去の実績および結果を示したものであり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。販売会社等についてのお問い合わせ⇒大和投資信託 フリーダイヤル 0120-106212(営業日の9:00～17:00) HP <http://www.daiwa-am.co.jp/>

## <MLPの主要リスクについて>

MLPの主要なリスクとしては、以下の4点が挙げられます。

1. 商品価格の変動
2. カウンターパーティー・リスク(MLPの契約相手方となる生産会社の倒産リスクなど)
3. 資本市場における資金調達能力
4. 設備過剰な地域における競争

### 1. 商品価格の変動

原油価格や天然ガス価格の低迷は、既存のMLP施設における利用量と、新規のインフラ(社会基盤)施設の開発見通しに影響しています。商品価格の下落を背景とした、探査・生産事業における掘削活動の減少に伴い、生産会社がパイプラインの新規開発計画の契約を確約するのが難しい状況にあるためです。こういった状況の中で、MLPは昨年大きな調整に見舞われ、価格が低下しました。

### 2. カウンターパーティー・リスク

MLPのカウンターパーティー・リスクとは、契約の相手方である生産会社が倒産し、MLPとの契約に従い使用料を支払えなくなるリスクです。生産会社がMLPに約束した使用料を支払えない場合や、倒産に追い込まれるような場合は、MLPのキャッシュフローが減少するリスクが増加します。このリスクは、インフラ施設の所在地、その地域におけるインフラの供給数、課された使用料に付随します。インフラ施設の所在地が重要である理由は、例えばその地域において、唯一の集積・処理施設をMLPが保有していた場合、その施設の契約は継続される確率が高いからです。

したがって、魅力的な生産地域に位置し、規模や種別などで顧客が分散されているMLPは、そうでないMLPと比較してリスクが低いと考えられます。(MLPの顧客種別の例としては、エネルギー生産会社のほかに、公益事業会社、精製所、石油化学企業、卸売業者などがあります。)

### 3. 資本市場における資金調達能力

公募増資による資金調達は、現状において需要が弱含んでおり、従来と比較して難しくなっています。MLPを投資対象とするファンドへの資金流入が2015年半ばから滞っているため、資本市場の回復にも時間を要しています。しかし、全ての手段がなくなったわけではなく、MLPは他の方法で資金調達をすることが可能です。例えば、スポンサー(親会社)などにユニットを私募発行して資金を調達することができます。また、保有施設を他のMLPやプライベート・エクイティに売却して資金調達することも可能です。

(MLPが利用できる代替の資金調達方法について)

- ◆スポンサー(親会社)からの支援
- ◆(機関投資家などに対する)私募ユニット、優先・転換権付優先ユニットの発行
- ◆施設の売却

## 4. 設備過剰な地域における競争

過去数年の資本市場における資金調達容易な時期に、過剰にインフラ施設の開発が進んだ地域があるのも事実です。その結果、そのような地域では競争が激化しており、MLPにとっては、使用料と利用量の引き下げにつながる恐れがあります。

契約に最低利用量が定められている場合は、このリスクは軽減されます。その他追加的サービス(付加価値)を提供できる場合は利用量の増加につながる可能性があります。例えば、パイプラインの終点に貯蔵施設と処理施設のサービスを同時に提供できる場合で、他の競争相手が提供不可の場合は、付加サービスを提供できるMLPが利用量を獲得する可能性が高くなります。このように、複数のサービスを統合しているMLPが、現在の環境においては、市場シェアを獲得していくものと予想しています。

## <今後の見通し>

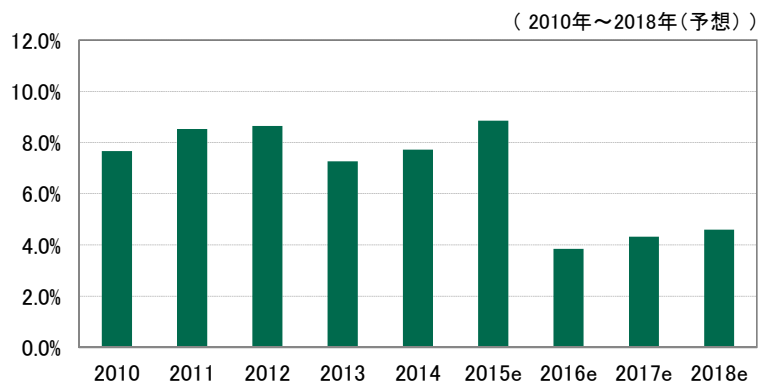
足元、MLP市場全体では依然として逆風となっていますが、個々のMLPにおいては前述の4つのリスクの度合いはさまざまであり、厳しい環境下においても、資本調達方法の工夫、付加サービスの提供、規模拡大や保有施設の地域分散などを組み合わせるなどして、リスクを軽減する策をとっています。そのため、2016年も時価加重ベースで配当成長を維持することが可能と予想しています。

MLPを取り巻く不透明要因は多いものの、前述のようなリスクはおおむね市場に織り込み済みであると考えています。また、長期平均との比較における利回り較差などの指標は、現在のMLP価格が魅力的な水準にあることを示唆しているとも考えられます。2016年のMLPの配当成長は3-5%程度になると予想しており、この配当利回りとMLP価格水準の回復を勘案すると、MLPは今後1年間においても魅力的なトータルリターンを提供する可能性があるものとみています。

当然のことながら、質の高い施設、適度な分散と時価総額、資本配分決定において豊富な経験を有する経営陣、公募市場以外での資金調達手段、健全なバランスシート(強固な財務体質)、高い内部留保率、スポンサー(親会社)からの支援、最終需要を基にした成長機会(輸出、公益事業、石油化学企業、卸売など)に関連する施設の収益の可能性などを有するMLPは、他のMLPと比べて優位性があります。今後数年間は、これら優位な特徴を持ったMLPとそうでないMLPの間で、業績の強弱が分かれる見通しです。

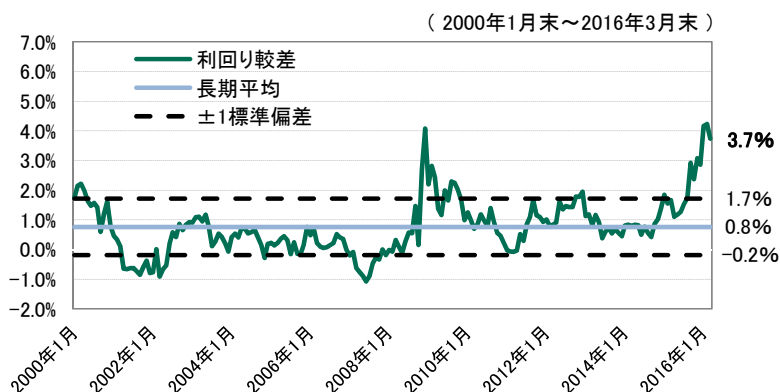
以上

## MLP市場 配当成長の推移



※CBREクラリオン・セキュリティーズが想定する投資ユニバースを基に算出しています。  
※2015年以降は予想値です。

## MLPとBaa格社債の利回り較差(月次)



※上記の利回りは、以下の指数を基にしています。  
MLP : Alerian MLP Index  
Baa格社債 : Moody's Bond Indices BAA Corporate

(出所)CBREクラリオン・セキュリティーズによる提供データを基に、大和投資信託作成

※1ページ目の「当資料のお取り扱いにおけるご注意」をよくお読みください。

## お取引にあたっての手数料等およびリスクについて

### 手数料等およびリスクについて

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行う場合、約定代金に対して最大1.24200%（但し、最低2,700円）の委託手数料（税込）が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては、現地諸費用等を別途いただくことがあります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほかに為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行うにあたっては、売買代金の30%以上で、かつ30万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行うことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価（購入対価・売却対価）のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失を生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費、等をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。

### ご投資にあたっての留意点

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。
- 外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行われていないものもあります。

商号等：大和証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第108号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会