

## KAMIYAMA Reports vol.92

# MLP 投資の未来

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



- ・ MLP は石油業界の“REIT”
- ・ ハイイールド債に比べて利回りが高いままである理由
- ・ いまはバリュー状態、改善の継続に期待

## MLP は石油業界の“REIT”

9月25～29日に米国を訪れ、MLP数社にヒアリングする機会を得るとともにMLPA(MLP協会)年次総会のセミナーに参加した。MLPはあまり知られていないが、大変興味深い投資対象なので、まず商品性から紹介したい。



MLPA 総会会場  
(ワシントン DC)

MLPは値上がりと利回りを追求できる仕組みといえる。MLP(マスター・リミテッド・パートナーシップ)は、共同投資事業形態のひとつで、総所得の90%以上をエネルギーなどの特定事業から得ることを条件に、原則として法人税が免除される(MLPに投資しているパートナーの所得段階で課税される)。MLPは事業運営に必要な収益については配当しなければならないとされ(REIT(不動産投資法人)に似ている)、石油会社の株式のような経営者のアニマル・スピリッツに基づく成長は期待できない。しかし、投資家からみれば、分配金(会社の配当に当たる)を安定して受け取ることが期待できるのだ。MLPA総会でヒアリングしたところ、米国では一時このような仕組みが幅広く導入されたが、あまりに税制のしり抜け状態になったので、石油業界を除きおおむね禁じられたようだ。石油業界が安全保障上の意味を持つことや強い政治力などから特別扱いされたようだ。

MLPは、石油業界の中でも主にパイプラインやタンクなどの関連事業から収益を得るため、油田開発などよりも安定しているといえる。いわゆるエネルギー関連事業のミッドストリーム(川中)を主に担うため、シェール革命による原油や天然ガスなどの取扱量の増大期待から、収益拡大の機会を得てきた。今後、電気自動車などが幅広く利用される時代でも、石油による発電や新興国の消費拡大による石油製品需要の高まりから、石油の需要はなくなることはないと考えられるので、シェール革命でコスト優位性を得た米国の石油ビジネスに関わるMLP事業に成長機会があるとみている。

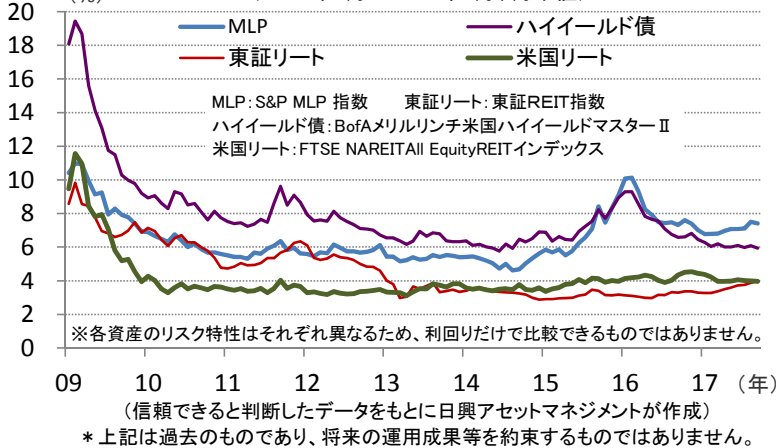
## ハイイールド債に比べて利回りが高いままである理由

しかし、リーマン・ショック後の混乱に続き、シェール革命が原油価格の大幅下落を招いたため、シェール革命の恩恵を期待されていた関連株式やMLPへの信頼感が一時的に低下した。油田開発や掘削業者が原油価格100米ドル/バレルを当てにして資金調達をしていたとすれば、50米ドル/バレルを下回った状況では、市場の信頼感低下は当然だったかもしれない。多くの銀行は原油価格のヘッジを条件に融資していたので、14年後半の原油価格下落でもMLP価格の下落や利回り上昇は顕著にみられなかった。これは石油業界の社債を多く含むハイイールド債でも同様だった。

ところが、14年後半から16年1-3月ごろにかけて、ハイイールド債やMLPの利回りが上昇し価格は下落した。これは、原油のヘッジ期限切れや、銀行の融資見直し期限の到来などが関連して起きた危機だったといえる。しかし、関連業界での大型倒産が増えることもなく、投資家のセンチメント(心理)も回復したことから、16年末に向かって危機は収束したようだ。

### 主要指数の利回り比較

(2009年1月～2017年9月、月末値)



興味深い点は、ハイイールド債の利回りがおおむね危機前(15年ごろ)に戻った一方で、MLPの利回り(7.4%程度)は、同じ時期の水準に戻っていないことと、以前はハイイールド債よりも低かった利回りが、まだ相対的に高いということだ。実は、今回の出張の目的は、この理由について考察することだった。

結論としては、主要な大手MLPを中心に体質改善はおおむね峠を越え、それ以外のMLPの体質改善を待っている状況にある中で、ミッドストリームの関連業界としては、まだ過剰供給気味であることは否めない。したがって、同関連業界以外の多いハイイールド債とは異なる状況にあると考えられる。

## いまはバリュー状態、改善の継続に期待

このように考えると、投資の観点からみれば、MLP市場はバリュー(割安放置)状態にあるといえそうだ。しかし、バリュー状態で投資するからには、どのようなカタリスト(きっかけ)が働けば、元に戻るのかを考えておく必要がある。

MLPの分配金利回りが高止まりする理由には、市場が将来の分配金の引き下げを織り込んだことがありそうだ。MLP業界は、これまで負債/資本の比率を下げるよう取り組んできた。その後は、分配金を引き下げる代わりに、格付会社が納得するよう、負債/利益の比率を下げてきた。これは銀行等には良いがLP(リミテッド・パートナー、一般株主に当たる)からの価値移転の恐れがあった。また、大株主に当たるGP(ジェネラル・パートナー)の力が強く、LPが守られるかどうかの不安もあった。強いMLPは資本構造を変えて実質的にGPを無くしたり、分配金引き下げの予定を示して投資家の懸念を後退させるなどの対応をしている。この動きが拡がれば、センチメントの改善につながるだろう。

もっとも、本質的な問題は過当競争体質だといわれている。これまでシェール革命による急速な量的拡大があったことで、強気の投資が多かった。さらに、ビジネスモデルが規模追求型で、一つの会社でワンストップのサービスを提供する(例えば石油、天然ガス、原油の精製まで)競争戦略がしばしばとられてきた。M&Aなどで事業リスクを分散しつつ効率的に規模拡大を行なう場合は効果があるが(実際強い会社はそうしている)、単に規模だけを追求し、安定しているはずのフィービジネスで価格引き下げ競争(パイプラインの余力を安い利用料で提供するなど)が起きたこともあった。今後、適切な合従連衡が進むことで、投資家の目に適うケースが増えてくる兆しはあると感じた。

米ドル建てとはいえ7%台の利回りが期待できる商品は数少ない。MLPは債券のような償還はないが、株式と違って経営者のアニマル・スピリッツへの依存度は低いので、リスクは株式より相対的に低い。このところ投資家の期待に十分こたえられなかったMLP市場ではあったが、状況改善と判断できるいくつかの材料を見出すことができた。幅広く分散投資するMLPのインデックス・ファンドは、バリュー投資の対象になるだろう。16年年初にかけての危機を経て、経営陣のマインドは徐々に規模から効率重視になりつつあるようだ。分配金の引き下げに目途がつき、経営者に対する投資家への信頼が戻ってくれば、利回りが危機以前の水準に戻り、MLP価格が上昇するきっかけとなるだろう。

PDFファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。

また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter [https://twitter.com/NikkoAM\\_official](https://twitter.com/NikkoAM_official)