



ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントは、2014年11月5日に主に銀行や証券において投資信託の販売をされている方々をお招きし「北米エネルギー市場の見通しと投資戦略」をテーマとしたセミナーを開催しました。ここでは、そのポイントをご説明いたします。

## ポイント

- 米国のエネルギー生産・消費量増加によるエネルギー革命は、既に世界のエネルギー勢力図を塗り替えつつある
- 今後も大規模な設備投資が見込まれ、持続的なキャッシュフローの拡大が期待される川中事業に注目
- エネルギー・インフラ投資においては、高い配当成長、キャッシュフローの成長がリターンの主な源泉

## 北米エネルギー市場の見通しと投資戦略

「エネルギー革命はいつか起こる将来の出来事ではありません。今、まさに起こっているのです。」

米国は天然ガスや原油を全て合わせれば、既に世界最大のエネルギー生産国になっています。2014年8月時点で、米国の原油・天然ガス液(NGL)の生産量はサウジアラビアを上回っています。エネルギー生産・消費の増加により天然ガスの輸出は間近に迫り、また原油の輸出も現実味を帯びてきています。今後もインフラの設備投資は増加し、2014年から2025年にかけて累計約1兆米ドルに上ると予想されています(図①)。

米国を除く各国のエネルギー生産量が概ね安定的に推移するなか、世界のエネルギー生産量増加のほとんどが米国からのものだと考えられます。したがって、今後の世界のエネルギー供給の鍵を握るのは米国だと言っても過言ではなく、その存在感はますます高まるでしょう。

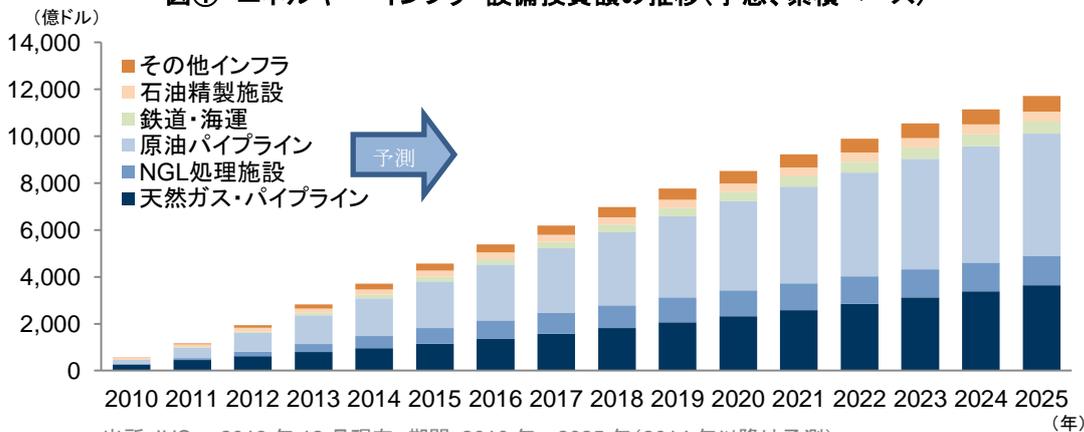
世界の地域別に天然ガス価格を比較すると、生産量の増加により、米国の価格はアジアの4分の1程度と相対的に低水準になっています。この結果、米国企業は他国企業に対し低コストの優位性を活かし、ビジネスの拡大に努めると予想できます。また、今後予想される展開として、まずは米国内で国産の原油消費が加速することが挙げられます。2006年時点で、米国の総原油消費に占める国産原油の比率は25%程度でしたが、足元では60%以上まで上昇しています。



### キリ・ルーピス

ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント  
マネージング・ディレクター  
ファンダメンタル株式運用部  
米国エネルギー・インフラストラクチャー投資戦略  
リード・ポートフォリオ・マネジャー(在ニューヨーク)

図① エネルギー・インフラ 設備投資額の推移(予想、累積ベース)



出所: IHS 2013年12月現在 期間: 2010年~2025年(2014年以降は予測)

上記は経済や市場等の過去のデータおよび一時点における予測値であり、将来の動向を示唆あるいは保証するものではありません。経済、市場等に関する予測は資料作成時点のものであり、情報提供を目的とするものです。予測値の達成を保証するものではありません。追記をご覧ください。



エネルギー・セクターは「エネルギーを生産する川上事業」、「エネルギー・インフラを運営する川中事業」、そして「エネルギーの利用者である川下事業」の3つに大別されます(図②)。私たちはこの3つのうち、川中事業に位置するエネルギー・インフラにもっとも注力して投資します。その背景として、川中事業では安定的かつ、持続的なキャッシュフローの成長が期待できることに加え、エネルギー価格の変動に収益が左右されにくいという特徴を有しているからです。

私たちはこのエネルギー革命がもたらす収益の機会を中長期的にまた安定的に享受するため、MLP(マスター・リミテッド・パートナーシップ)やその他のエネルギー・インフラ関連企業に投資することにより、川中事業に投資する機会を皆さまにご提供しています。

### MLP・川中事業の魅力

より詳細にMLPを含む川中事業を分析すれば、以下の点から魅力的な投資対象だと言うことができます。

大きな特徴として魅力的な配当利回りが挙げられますが、それだけでなく相対的に高い配当成長も期待できます。一例を挙げれば、大手川中事業会社のウィリアムズ・カンパニー

の一株あたり配当金は2010年～15年の5年間で約5倍に増える見込まれています。魅力的な配当利回り水準に加え、キャッシュフローの成長こそ川中事業のリターンの源泉であると考えています。

また、バリュエーションも魅力的な水準にあります。ハイ・イールド債券の利回りとの比較では、足元では過去平均よりも割安な水準にあるだけでなく、債券のようにクーポンが固定されている資産に比べ、配当成長の可能性を有するMLPの相対的な優位性が見て取れます。

さらに、株式や債券をはじめ伝統的な資産に対して低相関であるという点も重要です。足元で原油価格の下落を受けて調整する場面も見られましたが、これは原油価格の急落をきっかけとした短期的な事象であると見ており、エネルギー生産量増加による長期的なキャッシュフロー成長がエネルギー・インフラのパフォーマンスを牽引するという見方は変わっておりません。

図② エネルギー革命により恩恵を受けるエネルギー・セクター



上記は例示を持って理解を深めていただくことを目的とした概念図です



## 市場環境について

Q: 9月から10月前半にMLPは大幅な調整局面を迎えましたがその原因をどう考えていますか。

A: 原油価格の急落をきっかけとした短期的な調整だと考えています。原油価格は8月末の1バレル95ドル台から一時80ドル割れまで下落し、MLPの価格も比較的大きく調整しました。しかし、繰り返しになりますが、MLPが行う川中事業は長期契約を基本とし、エネルギー価格ではなく、エネルギー生産量増加の恩恵を受ける安定的なビジネスモデルを有しており、中長期的にみるとMLPとエネルギー価格の相関は高くありません。それにも関わらず今回下落した背景は、エネルギー価格の下落が川中事業に悪影響を及ぼすという投資家の誤ったイメージが原因だと考えています。2010年以降でMLPが大きな調整局面を経験したのは今回で5回目になり、そのうち原油価格の下落が原因となったのが今回を含め2回、その他欧州債務問題、米国債務上限問題、大統領選挙後の税制変更懸念など、いずれもエネルギー生産量に影響を与えるものではなかったため、その後価格は順調に回復していきました。

## エネルギー情勢について

Q: これまで生産削減による価格調整を主導してきたサウジアラビアが減産に動かなかったことから、米国に対する牽制かと話題になっています。世界のエネルギー情勢に関してどのように考えていますか？

A: まず、今回の原油価格の下落について整理すると、シェール革命による米国の原油生産量の増加と、欧州および一部新興国の景気減速を背景とした需要減少懸念が相まって、今回の下落につながりました。原油価格の下落により、最初に痛みを被るのは、ベネズエラやナイジェリア、ロシアなど米国よりも採算ラインの高い国であることから、今回のサウジアラビアの動きが、米国への牽制を目的としたものとは考えておりません。いずれにせよ、米国の代表的なシェールの平均的な採算ラインは他国に比べて低く、原油価格が下落を続ければ他国の生産者の一部は生産調整を余儀なくされるため、原油価格はいずれグローバルの需給拮抗点に回帰します。したがって、米国の原油生産量が今後も拡大するという見通しに変更はありません。

## MLP市場の拡大について

Q: MLP関連の仕事に携わり始めた2000年当時、MLP市場が今日のマーケット規模にまで成長するという予見はありましたか。

A: 当初は今日のようなマーケット規模に成長するとは思っていませんでした。余談ですが、ハーバードのビジネススクールを卒業した2000年、同期生900人のなかでエネルギー業界にかかわる仕事を選んだのは私を含めた3人でした。しかし、現在の状況を鑑みると良い選択だったと思っています。2000年代半ば頃、特にリート市場が成熟していく過程を見たときに、MLP市場も同じような、あるいはそれ以上の成長が望めるのではないかという感覚を持ちました。

## MLP市場を取り巻く投資家層の変化について

Q: 日本以外での投資家層の広がりはどうでしょうか。

A: 米国では、以前は富裕層中心でしたが、一般個人投資家や機関投資家からの資金流入が増え、投資家層は広がっています。また、米国だけにとどまらず、日本以外のアジアやヨーロッパでの投資家層の拡大もみられます。

## 銘柄選択の条件とは

Q: 銘柄選択をする際にどのように選んでいますか。

A: 確信度が高く、長期的なキャッシュフロー成長が見込める銘柄を好んでいます。そのため、①MLPが保有する資産と②MLPのバランスシートといった2つの項目の分析に注力しています。①に関しては、保有する資産が取り扱うエネルギーの種類(原油、天然ガスなど)、資産の種類(タンカー、パイプラインなど)、資産の位置する地域を分析し、魅力的なキャッシュフローを生み出す銘柄を厳選しています。

## シェールガス開発事業の巨額損失について

Q: シェールガス開発事業の損失に関する一部報道から、シェールガス開発は難しいものではないか、あるいはリスクが高いのでは、という懸念についてどのように考えていますか。

A: 川上事業においては、すべてのシェール開発が同じように掘削に成功するわけではありませんので、事前の入念な調



査、およびコストの算定をしたうえで開発を進めなければなりません。川上産業である掘削事業にはこうしたリスクは常に存在します。一方、川中事業への投資はエネルギー開発よりもリスクが低く、確実性は高いものであると言えます。

## 2015年の期待トータルリターン

Q:2015年の期待リターンはどれくらいと考えていますか。

A:保守的に見ても配当成長率は6~8%、これに現在の配当利回りを考慮すると、トータルリターンは10%~12%ほどを見込めると考えています。

### 注記

本資料は、情報提供を目的として、2014年11月5日に実施された講演の内容を、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社が要約したものです。実際の講演内容と本要約文に相違がある場合には、実際の講演内容が優先します。特定の投資商品の推奨(有価証券の取得の勧誘)を目的とするものではありません。

本資料は、弊社が信頼できると判断した情報等に基づいて作成されていますが、弊社がその正確性・完全性を保証するものではありません。

過去の運用実績は将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。投資価値および投資によってもたらされる収益は上方にも下方にも変動します。この結果、投資元本を割り込むことがあります。

本資料に記載された見解は情報提供を目的とするものであり、いかなる投資助言を提供するものではなく、また個別銘柄の購入・売却・保有等を推奨するものでもありません。記載された見解は資料作成時点のものであり、将来予告なしに変更する場合があります。

個別企業あるいは個別銘柄についての言及は、当該個別銘柄の売却、購入または継続保有の推奨を目的とするものではありません。本資料において言及された証券について、将来の投資判断が必ずしも利益をもたらすとは限らず、また言及された証券のパフォーマンスと同様の投資成果を示唆あるいは保証するものでもありません。

本資料に記載された経済、市場等に関する予測は、資料作成時点での様々な仮定や判断を反映するものであり、今後予告なく変わる可能性があります。これらの予測値は特定の顧客の特定の投資目的、投資制限、税制、財務状況等を考慮したものではありません。実際には予測と異なる結果になる可能性があり、本資料中に反映されていない場合もあります。これらの予測は、将来の運用成果に影響を与える高い不確実性を伴うものです。したがって、これらの予測は、将来実現する可能性のある結果の一例を示すに過ぎません。これらの予測は一定の前提に基づく推定であり、今後、経済、市場の状況が変化するのに伴い、大きく変わることが考えられます。ゴールドマン・サックスはこれら予測値の変更や更新について公表の義務を有しません。

### 守秘義務

本資料の一部または全部を、弊社の書面による事前承諾なく(I)複写、写真複写、あるいはその他いかなる手段において複製すること、あるいは(II)再配布することを禁じます。

© 2014 Goldman Sachs. All rights reserved. <審査番号: 144508.OSF.OTU . >

ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者関東財務局長(金商)第325号

日本証券業協会会員

一般社団法人投資信託協会会員

一般社団法人日本投資顧問業協会会員