

平成25年（2013） 1月4日（金曜日）第6885号

新年特集号

『電力業界の変化と経営展望』

メルリリンチ日本証券
アナリスト 森 貴宏

1 震災前に起きていた環境変化

↳ 原子力の稼働率低下と燃料費高騰

2 発電と小売の競争力強化

↳ 料金メニューと火力の充実へ

3 LNGの拡大と多様化

↳ 取引市場と調達先の拡大

東日本大震災後、電力株の価値は大きく毀損した。11年3月10日の時価総額は、**電力10社と電源開発**の11社合計で約11・5兆円あったが、12年末時点では5兆円弱へ大きく減少した。株式市場が各社を「企業の収益力が損なわれ株主還元も見込めず、過去のような安定した世界に戻れない」と評価したのである。この要因は、**①原子力の停止による収支の悪化、②安定配当の不安定化、③電力業界の構造的な変化**—の3点にあると考えられる。失った企業価値を取り戻さねばならないが、その成否は電力業界や各社が、新しい世界へどのように適応するかに懸かっていると考える。筆者は証券アナリストとして、主に財務の観点から電力業界の今後の見通しについて述べたい。

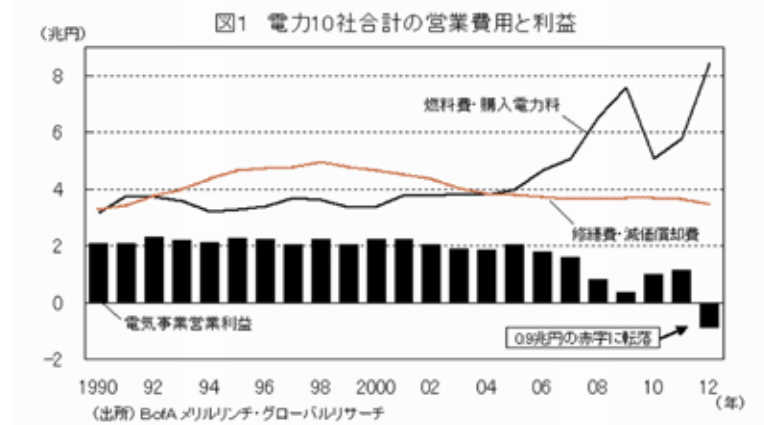
1 震災前に起きていた環境変化

電力業界は「震災後に大きな変化があった」と捉えられがちだが、私は震災前に起きた2つの変化に注目している。第一の変化は、**原子力の稼働率低下**である。02年の**東京電力**による不適切な取り扱い、07年の**北陸電力**の臨界事故などの事後発覚が不信を招いた。加えて近年、国内では2年に1度の周期で原子力に何らかの影響を与える地震が発生している(05年**宮城県沖地震**、07年**新潟県上中越沖地震**、09年**駿河湾地震**、11年**東北地方太平洋沖地震**)。これらが不安要素となり、原子力に対する審議や同意の手続きが、より細かく慎重に進められるようになってきた。ちなみに、今年13年は前述した2年に1度の地震周期に該当するが、地震被害の無いことを心から願う。

07年頃からの燃料費高騰に対し電力各社は、08年の届出で燃料費調整単価のテーブルを変更して乗り切った。当時は各社の営業費用に占める燃料費の割合が拡大し、06年届出時の原価構成では燃料費調整分を算入しても回収不足は必至の状況だった。そこで各社は08年届出で、料金原価に占める燃料費の割合・種別の構成比を変更し、不足分を解消したのである。10社の電気事業営業利益は、08年度の0.3兆円から09年度の1兆円へ回復したとはいえ、06年度の1.6

第2の変化は、**燃料費の高騰**である。新興国の経済成長に伴う需要急増で、資源・エネルギー価格は04年から上昇している。燃料費調整制度でカバーされる部分もあるとはいえ、料金届出時の電源構成よりも原子力の発電量が低下してしまうと回収不足が発生し、収支の悪化要因となる。

この2つの環境変化に対し、本来は電気料金値上げで国民負担を増やすべきだったと考える。原子力の維持には安全対策の費用がかかる。安全運転の結果として原子力稼働率が低下するならば、代替火力の発電量が増える。燃料価格が高騰しているならば、燃料費が大幅に増える。これを現行の電気料金で賄えなければ値上げに至る—というわけだ。



兆円を下回る(図1)。これは、国民が払うべき負担を各社が肩代わりしたに等しく、現在もまた同じ状況である。

「元々安過ぎた」と経産相が見解

12年11月、関西電力と九州電力が値上げ申請を行い、**四国電力と東北電力も値上げの検討を開始した。**申請には、今後3年間の見通しとして、一定の原子力稼働を織り込んでいる。再稼働の有無は、政治や原子力規制委員会の判断で変動するため各社の自助努力では解決できず、収支上のリスク要因となる。想定どおりの原子力発電量が得られない場合、再値上げを余儀なくされるだろう。原価に占める燃料費が大き過ぎるため、人件費などのコストカットを進めても限界がある。修繕費の削減や設備投資の先送りが一層進んだとしても、安全対策が後退すれば本末転倒だ。

枝野幸男経産相は昨年11月「元々(電気料金は)おかしなくらい安過ぎた」との見解を示した。バックエンドコストなど原子力に関する会計的な認識範囲が小さいことを指摘した―とする報道もあるが、逆説的には、それだけ料金を抑制してきたということだ。安過ぎたという認識なら「自分の負担が必要」に帰結することが不可欠だと考える。

株式市場からの観点では、もっと早い段階で値上げを行い、財務への悪影響を軽減すべきだったと思う。特に海外の投資家は、なぜ原子力を動かして利益を生まないのか、なぜ値上げで収支を健全化しないのかと震災直後の段階から指摘していた。また、東京電の賠償負担については、日本全体で追加負担することになった燃料費3兆円を使えば

良かったのに、なぜ国富を流出させるような判断をするのかと疑問を持っていた。結局、日本人が論理的な判断より感情を重視してしまった結果の不合理であろう。政治家が判断できなかったとの見方もあるが、株式市場としては、企業の経営陣にも、より主体的な決断を求めてやまない。

2 発電と小売の競争力強化

震災後の環境変化で、電力業界への影響が大きいのは、**原子力の位置付けと、電力システム改革の2つ**である。

原子力をどう位置付けるかは難しい課題だが、私は原子力を国民共有の財産として再定義すべきだと考える。原子力規制委員会が安全性を確認した原子炉は稼働させ、安定供給と燃料費抑制の大切な手段として活用することが、国民の利益となる。原子力に対する意見が多様化しているなかでは、価値の共有による融和が必要だろう。

一方、電力システム改革は、電力会社の事業形態を大きく変える節目となるだろう。自由化で競争が促進され、新規参入者はビジネスチャンスを、需要家はコストメリットが得られる。電力各社は、改革で一方的に攻められるのではなく、経営戦略の巧拙により明暗が分かれることになる。すなわち、電力各社の優勝劣敗は、発電と小売の競争力を高めることができるか否かに懸かっていると考えられる。

需要サイドの自由化では、設備形成を前提とする競争は導入に時間がかかる。新電力は十分な供給力を有しておらず、電源の構築には費用と時間を要する。従って、供給力の主体を一般電気事業者が担う構図は当面変わらない。ま

た、エリア外の他電力から購入を希望する需要家がいっても、託送料や周波数変換のコストが上乘せされるため、安価な電力を簡単に得られるわけではないだろう。

料金メニューの競争が進展

一方、短期的に競争が起こせる分野としては料金メニューが挙げられる。例えば、携帯電話の競争では、従量制から定額制への多様化、長期間契約を前提とした割引策、他社からの契約変更に対するインセンティブなどが生み出されている。これは手持ちの設備を、いかに活用するかというアイデア勝負の面がある。先行企業のメニューに他社が類似サービスで追従すると同質化する懸念もあるが、電力業界でも今後はメニューの多様化が起こるだろう。

携帯電話の例では、「バーチャル・オペレーター」と呼ばれる移動体通信のインフラを持たない事業者がキャリア会社から回線枠を取得し、独自のブランドとサービスで顧客を獲得している。電力自由化でも同様の事業者が電力会社から電力量を取得し、独自に販売することが起こり得る。電力会社にとっては、エリア外にサービス網を構築せずとも販売量を拡大でき、卸売事業の展開が可能となる。

供給サイドの自由化で重要になるのは、火力の競争力に尽きる。コスト競争力は、燃料価格、燃費（消費量抑制）、プラントのライフサイクルコスト（建設とメンテナンスのコスト抑制）によって決まってくる。石炭火力は競争力のある電源だが、環境規制が厳しく建設は容易ではない。ただし、**中国電力・三隅火力2（40万kW）、東北電力・能代火**

力3(60万kW)、九州電力・松浦火力2(100万kW)など、供給計画に入っているにも関わらず長期間未着工の設備は、将来の競争力確保のために開発を急ぐことが必要だろう。

従来、各社の設備形成は、自社エリアの需要に見合う供給力を確保するため進められてきたが、今後は他社エリアへの供給向けに行うことも可能となる。例えば、東京電力は入札電源で石炭火力を募集しているが、石炭火力は鉄鋼会社など限られたプレイヤーしか参入できない分野となるだろう。競争力確保のためにも各社は、まず自社の石炭火力を最大限活用することが重要となる。

3 LNGの拡大と多様化

LNG火力は、各種電源のなかでも新電力が参入しやすい分野と考えられる。電力各社の対抗策は、燃料調達に工夫による燃料価格抑制と高効率設備による燃費抑制という、規模のメリットを生かすことが望まれる。

従来のLNG調達は、安定供給を重視して長期契約による数量確保を行ってきた。しかし、昨年行われた東京電の料金値上げの審査過程では、LNG取引価格がパイプラインの天然ガス価格に比べ割高であると指摘された。政府や需要家の意識が強まり、各社はこれまで以上に調達価格の抑制に努めるようになってきている。その方策として、①スポット調達の活用、②調達方法の多様化―が挙げられる。

①では、これまでLNG需要の約9割を長期契約が占めていたが、今後は長期契約の構成比が低下すると考えられる。震災後に急増したLNG需要では、長期契約のフレキ

シビリティ(追加調達)に加えてスポット調達が拡大し、各社はスポット調達の活用に関する経験・実績を蓄積することができた。また、政府は14年度、LNGの先物取引市場を国内に創設する予定で、今後は需給に基づいたスポット価格の形成と取引量拡大を期待することができる。

そして、米国エネルギー省が昨年12月、パイプラインガスのLNG輸出を容認する報告書を公表したことも注目される。液化や輸送のコストを考えると、極端な安価で得られることは想定し難いが、日本の調達価格や数量が一層多様化するため、既存契約への交渉条件が改善するだろう。

②では、新たな調達源としての北米産シェールガスの登場や、調達契約における原油価格連動を外そうという動きなどがある。昨年の事例では、○東京電力が需要の半分に当たる1000万tを軽質ガスにすること、○中部電力と大阪ガスが共同で米国フリーポートの液化権利440万tを得たこと、○関西電力がBPから天然ガス価格連動で50万tを確保したこと―などがあり、さらなる多様化の兆しが見えた印象だ。今後、既存契約の更新時に交渉を優位に進める材料になると期待できる。

LNG火力にはボイラ式とGTCCがあり、前者の熱効率約42～45%に対し、後者は約51～59%と燃料が2割程少なく済む。各社は、ボイラ式を960～990年代に計2700万kW、GTCCを980～10年代に計3700万kW設置。970年代に多く作られたボイラは更新時期を迎えており、GTCCへの更新で高効率の電源に生まれ変わる。

各社の12年度供給計画によると、18年度までに運開予定の設備は計1160万kWだが、これらは入札電源の対象外と

なる。自前で競争力を高めることができるのはここまでで、以降は競争入札で設備形成をしていくことになる。その場合、入札制度の導入前に電源構成を最適化している企業が優位に立つ。例えば、**中部電力**は今後、上越火力(計238万kW)、西名古屋火力(計232万kW)の完成で高効率電源の構成比が向上する。また、**東北電力**と**東京電力**の緊急設置電源は、一部をGTCの恒久電源とすることができた。

先の衆議院総選挙を経て新しい政治の枠組みが発足したが、従来の政府方針で進められていた原子力の取り扱い、電力システム改革、総括原価方式の見直し、**東京電力**の賠償スキームといった制度の大枠は、これまでと変わらないだろう。しかし、今まで以上に現実的な対応がなされることで、停滞感は払拭されていく。一方で、社会の厳しい目もまた不変である。電力業界が健全な方向へ発展していくためには、これまで以上に社会との対話、すなわち透明性の改善が不可欠であろう。(了)

森 貴宏(もり・たかひろ) 大阪大医学部・同大学院医学系研究科修士課程修了。01年、野村證券入社後は一貫してアナリスト業務に携わり、医薬品・医療機器、食品・たばこ部門を担当。07年、メリルリンチ日本証券入社。現在、造船・プラント、電力・ガス・石油部門を担当。

