

電力債：『本格的』発行再開にはこぎ着けたものの

大和証券 金融市場調査部長
チーフ・クレジットアナリスト

大橋 俊安



■ 1. 電力債は『本格的』に発行再開

かつて社債市場のベンチマーク債であった電力債は、昨年3月の福島第一原発の事故以降、その発行が長らく途絶えていた。しかし、東電を除く各電力会社が順次公募債市場へ復活していること、そして、原発事故当事者である東電も私募債発行を成し遂げていることを見ればわかるように、電力債は『本格的』

〈目次〉

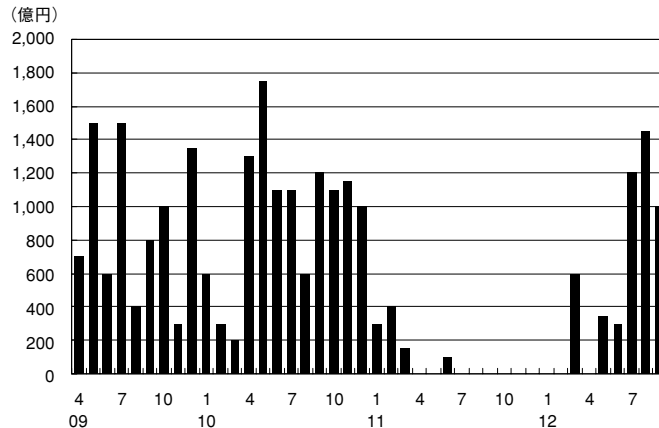
1. 電力債は『本格的』に発行再開
2. 本格的発行再開に至った理由
3. 新たに表出した財務／事業リスクへの対処は進んでいる
4. 電力債はもう事業債のベンチマークに非ず
5. 投資家層の再拡大がこれからの課題

に発行が再開されるまでこぎ着けたと見てよからう。

(1) その他電力債は公募債市場に復活
東電を除くその他電力債は、公募債市場に『本格的』に復帰するまでこぎ着けたと言えるだろう。メルクマールとなったのは、7月に実施された関西電力、中国電力の相次ぐ起債（特に関西電力5年債は当初想定を大きく超えた1,000億円の大規模起債となった）。これを期に、原発保有のない沖縄電力、被災地域である東北電力以外の電力会社が公募社債市場に順次復帰することとなった。また、その後、起債の積み重ねにより、発行年限も順次長期化傾向にあり、一部電力会社は従前の主要年限である10年債の発行も成し遂げている。

筆者は、従前より電力債の『本格的』起債再開時期をはやくとも今夏以降と予想していたが、予想は当たらずとも遠からず。

(図表 1) 電力債の月別発行推移 (2009年 4月～2012年 9月)



(注) 東電の私募債は除く
(出所) 大和証券調べ

(図表 2) 震災以降の電力債の起債実績

コード	条件決定日	回号	銘柄	発行額 (億円)	年限	Tスプレッド (bp)
9511	11/06/10	21	沖縄電力	100	10	18.0
9506	12/03/02	459	東北電力	500	5	55.0
9506	12/03/02	460	東北電力	100	10	55.0
9506	12/05/25	461	東北電力	200	5	49.0
9506	12/05/25	462	東北電力	150	10	50.0
9506	12/06/06	463	東北電力 (個人向け)	200	5	—
9511	12/06/08	22	沖縄電力	100	10	13.0
9503	12/07/12	486	関西電力	1,000	5	63.0
9504	12/07/13	371	中国電力	200	5	40.0
9506	12/08/07	464	東北電力	250	7	50.0
9508	12/08/07	417	九州電力	500	5	46.0
9505	12/08/08	299	北陸電力	200	10	40.0
9504	12/08/24	372	中国電力	200	10	39.0
9503	12/08/29	487	関西電力	300	3	51.0
9513	12/09/07	34	電源開発	200	5	36.0
9507	12/09/07	276	四国電力	200	5	36.0
9507	12/09/07	277	四国電力	200	10	36.0
9506	12/09/13	465	東北電力	200	10	46.0
9502	12/09/13	498	中部電力	200	5	35.0

(出所) 大和証券調べ

(2) 東電債は私募債として発行再開

一方、電力債発行ストップの原因を作った東電も、私募債としてはあるが電力債の発行を再開している。東電は 8 月に入り約 6,000 億円の私募債（一般担保・適格機関投資家限定）を発行済み。公募・私募の違いはあるものの、昨年 3 月の原発事故以降、最大の電力

債発行を成し遂げているのは、なんと実は、事故を起こした当事者である東電なのである。

■ 2. 本格的発行再開に至った理由

電力債が本格的発行再開に至った主な理由

は、以下二点にあると筆者は考えている。まずは、福島第一原発事故をきっかけに表出した電力会社の新たな財務リスク、事業リスクへの対処が進んだこと。そして第二に、「一般担保」が付く既存電力債のリスクと、一般電気事業者である電力会社のリスクとの違いが浸透しつつあることだ。それに加え、超金融緩和の進展で、ベース金利の低下と高格付け社債のスプレッド縮小が進み、利回りのでる投資商品が少なくなるなか、相対的に電力債の魅力が増したこともサポート要因として挙げられる。

■ 3. 新たに表出した財務/事業リスクへの対処は進んでいる

福島第一原発事故をきっかけに表出した電力会社の新たな財務リスク、いわゆる偶発債務リスク（テイルリスク）に関しては、①多額の賠償費用負担に対する保険制度の確立（＝原子力損害賠償支援機構）、②将来の廃炉費用負担増への対処も含めた東電の実質国有化、そして③原子力発電の安全対策/規制体制強化で対応が取られている。

(1) 東電再生スキームがスタートを切った意味

原発保有・稼動に伴う財務リスク、いわゆる偶発債務リスクに関しては、東電再生スキームがスタートを切ったことが同リスク解消へのメルクマール。

原子力損害賠償支援機構の設立で、賠償費用負担への制度的手当てはなされており、多額の賠償負担が電力会社の財務を蝕むリスクは解消された（注1）。廃炉費用などその他偶発債務リスクが残ることを不安視する向きが多いが、この不安に対しては、東電「総合特別事業計画」に組み込まれた施策、つまり政府が東電を一時国有化することで（政府は東電へ公的資金1兆円を注入、50.11%の議決権を取得）、政府はその責任への覚悟を示したと筆者は捉えている（事故を起こした原発の廃炉費用負担は、国の責任にもなると捉え得る）。尚、テイルリスク発生の原因となる原発事故再発への備えは、原子力規制委員会・規制庁発足を通じた安全対策で強化される見込みであり、テイルリスク発生の確率自体低下していると見てよいだろう。従って、電力会社が原発事故に遭遇する確率は低下しているだろうし、東電と同じような財務リスク（＝偶発債務リスク）に曝された場合の対処方法も想定範囲内になったと筆者は考える。

では、原発保有に伴う事業リスクはどうだろう。原発保有に伴う事業リスクとは、原発停止に伴う電気事業収支の悪化のこと（言い換えれば、電力会社の収支見通し、キャッシュフロー見通しが立たないこと）。原発から火力などへの電源構成変化はコスト増を通じて電力会社の収支悪化を招く。前期は正に本リスクが顕在化、電力会社の殆どが経常赤字に沈むこととなった。

本リスクの行方を左右するのは、停止中原

発の運転再開の有無/時期と（コスト対応）、制度を含む料金の動向（収入対応）となるが、両面ともに進展・手当てが見られている。従って、事業リスクも解消に向かっているというのが筆者の見立てだ。

(2) 停止中原発は、順次再稼動がメインシナリオ

停止中原発は、時間はかかるものの、順次再稼動がメインシナリオ（現在は関西電力大飯3、4号機のみが再稼動を成し遂げた）。野田政権がまとめた革新的エネルギー・環境戦略でも、原発ゼロに向けた長期的取組みを進める一方で、短・中期的には安全性が確認された原発は、再稼働した上でこれを重要電源として活用する方針を示している。また、前述した東電再生スキームでも、原発の再稼働は前提条件に組み込まれている（柏崎刈羽原発は2013年4月から順次再稼動するとの前提）。従って、筆者は停止中原発の再稼働は時間の問題と考えている。原発周辺自治体、そして世論の反発はことのほか強く、再稼働へのハードルは決して低くはないが、電力供給上必要性の高い原発の再稼働は十分可能と考える。

(3) 電源構成変動に対応する新料金制度導入へ

また、電源構成変動で電力会社の収支悪化を招く現行料金制度の問題点は改善されることに。枝野経産大臣が主催する「電気料金制

度・運用の見直しに係る有識者会議」は、原発の長期停止など電源構成変動への対応として新料金制度の導入を提言した。新制度は、現在ある燃料価格/為替変動に伴う燃料費調整制度のようなもので、言ってみれば電源構成調整制度^(注2)。原発が長期停止し電源を火力等に頼ることになっても、それに伴うコスト増を本格的な料金改定をすることなく電気料金に転嫁できることになる（但し、本制度の利用は、その前に料金値上げの認可を経ていることが条件）。有識者会議が提言した新電気料金制度は、原価査定の厳格化など電力会社の利益創出を難しくするコンセプトも組み込んでいるが、注目すべきは上述した電源構成調整制度の導入。電源構成調整制度は、現在各電力会社が強いられているような赤字垂れ流し状態を回避する上で効力を発揮することになる。

(4) 原発再稼動ならず、且つ、料金改定ならず、が長引く可能性は低い

原発の再稼動もならず、且つ、料金改定（＝値上げ）も出来ない状況が続けば、電力会社の赤字垂れ流し状態が続くこととなり、信用力は蝕まれていくと心配する投資家は多い。しかし、筆者はこの原発再稼動ならず、且つ、料金改定もならずの状況が長引く可能性は低いと考える。政府試算によれば、原発が停止し続ければ今期中にも値上げ申請の前提となりうる積立金が底をつく会社が出てくると想定されており、そうなれば電力会社は

電気事業法第19条に基づき規制料金の値上げを申請することになるだろう。

(図表3) 原発停止が継続した場合の電力会社へのインパクト (政府試算)

	H23年度		平成24年度 純損失 (試算)
	純資産	積立金残高 (試算)	
北海道	2,797	740	▲1,146
東北	4,769	1,222	▲1,542
中部	13,447	6,114	▲274
北陸	3,197	1,209	▲322
関西	11,835	4,694	▲7,020
中国	5,146	2,327	▲697
四国	2,830	824	▲1,285
九州	7,667	3,814	▲3,885

(注) 積立金は原価変動調整積立金、及び別途積立金
(出所) 政府の第五回需給検証委員会資料より

尚、万が一にも民間企業である電力会社がこうした状況(原発再稼動も料金改定も認められず)を長期間に亘り政府に強いられることになれば、却って信用力評価上プラスとなる政府サポートの蓋然性を高めることに繋がると筆者は考えている。

(5) 電力債と電力会社のリスクは別物

「一般担保」が付く既存電力債の信用リスクと、一般電気事業者である電力会社の信用リスクとの違いが浸透し始めたことも電力債が見直されつつあることの理由だろう。

発送電分離の実現などにより、既存一般電気事業者(ほぼ地域独占状態の現在の電力会社)の信用リスク・プロファイルは今後大きく変わり得る。一方、現在の垂直統合型一般電気事業者全体に「一般担保」を有している既存電力債の信用リスク・プロファイルに対する電気事業制度改革の影響は、限定的なも

のに留まるというのが筆者の考えだ。筆者は、発送電の機能・法的分離など将来の事業形態変更リスクは、既存の一般担保付き電力債にとっては、恐れるに足らずと考える。なぜなら、発送電の機能・法的分離が生じたとしても、一般担保付電力債は、引き続き発電・送電・配電という電気事業全体の信用力を抛り所にできると考えるからだ。

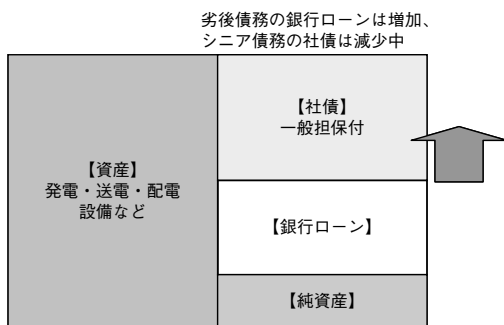
「電力債に付く一般担保廃止へ」との日経新聞記事(8/19付け朝刊)の中では、既存電力債に何らかの見直しを加える可能性もあると報じているが、筆者は過去事例(旧国鉄債券の承継事例など)から合理的に類推して、その可能性は無いものと予想している。また、東電が私募債の発行を行うなど、電力債に付く「一般担保」の効力、つまり負債内でのセニオリティの高さが再認識されつつあることも、電力債の再発行にとって追い風となっていくように。

【参考1】「一般担保」付き社債の地位

一般的に、社債は銀行ローンに対し劣後化し易い商品だが、一般担保が付く電力債の場合、通常無担保の銀行ローンよりシニアの地位を持つ。従って、電力会社の信用リスクが意識され始めた3.11以降、考えようによっては電力債の調達割合が増えてもおかしくなろう。しかし、現実には異なり、シニア債務である社債調達はままならず、寧ろ劣後債務である銀行ローンの調達依存度が増しているのが電力会社の資金調達の実情だ。負債内での

セニョリティを考えれば、電力債は見直されてもおかしくないというのが筆者の考えだ。金融機関による東電へのニューマネー供与に当たり私募債の活用が議論され、実際に私募債の発行が8月に実際に行われていることも、こうした考え方をバックアップしよう。

(図表4) 電力会社の資金調達構造



(出所) 大和証券

【参考2】旧国鉄債券の承継事例

旧国鉄が分割・民営化された時点の旧国鉄長期債務は37.1兆円と莫大であったが、当該債務はJR各社や国鉄清算事業団が応分に負担する形で承継された（JR各社は民間企業として存続していける程度の債務を負担した）。債券投資家にとって重要なレッスンは、旧国鉄の債券に一般担保が付いていたこともあり、その債券がJR各社と国鉄清算事業団の『連帯債務』として承継されたこと。従って、債券の承継先は異なることとなっても、債券投資家間に不平等は生じなかった。本事例を電力会社の将来起こり得る発送電分離に当てはめれば、既存一般担保付電力債は、発電・送電・配電部門の連帯債務として承継さ

れるものと合理的に推察できる。

■ 4. 電力債はもう事業債のベンチマークに非ず

なんとか『本格的』に起債再開を成し遂げたといいながら良い電力債だが、かつてのように社債市場のベンチマーク債に戻るまでには程遠い。震災以前の電力債は、事業債のベンチマーク的位置づけだった。電力債はほぼ毎月コンスタントに発行されており、且つその起債条件は、その他事業債の条件を決める上で重要な指標であった。このように、電力債が事業債のベンチマークとしての地位を確立していたのは、そのコンスタントな起債頻度と信用力の安定性に対する市場の絶対的信頼故の事。

電力債の起債スプレッドが震災前比大幅に拡大していることもあり（かつては対国債対比10bp程度だったが、現在は原発保有のない沖縄電力を除けば35bp超）、「電力債の本格的起債再開を機に事業債全般のスプレッドに拡大圧力が生じるのでは？」と心配する向きが投資家の一部にはあるようだ。こうした心配をする背景には、長く電力債が事業債のベンチマークであり続けたことが強く影響しているのだろう。しかし筆者はそうした心配は杞憂と考える。なぜなら、起債頻度はさておき、信用力の安定性に対する市場の信頼を再確立するまでにはまだまだ長期間の時間がかかると考えざるを得ないからだ。残念なが

ら、今の電力債は、事業債のベンチマークとしての要件を満たしているとは思えない。従って、電力債の起債条件が他の事業債の起債条件やセカンダリーでの市場評価に悪影響を与える可能性は無いものと考えている。

■ 5. 投資家層の再拡大がこれからの課題

電力債が今後も定期的発行を続けていくためには、投資家層の再拡大がこれからの課題だろう。今まで述べてきたように、かつてに比し利回りの高まった電力債の魅力と、原発事故以降新たに表出した電力会社の財務/事業リスクへの手当てに関する理解の広がり相俟って、今のところ電力債の需給は何とかバランスを保っている。しかし、かつてに比して電力債の投資家層はまだまだ広がりを見ており、また、高格付け債の低スプレッド化という電力債の『本格的』起債再開を後押ししてきた構図にも足下変化の兆しも見え始めており要注視。

現在、シャープ債の市場評価急落などを見た社債市場は、過剰なくらい信用リスクに過敏になっており、結果、社債の利回りは全体的に上昇する可能性がやや高まっている。そうなる、利回り追求のために、電力債への再投資を真剣に考えざるを得なくなるような投資家の動機は減少し兼ねない。また、筆者は「原発再稼働ならず、且つ、料金改定ならず、が長引く可能性は低い」ものと考えてい

るが、政府の原発政策は迷走気味で一貫性にも欠けることから、こうした考え方の投資家への浸透を妨げるリスクも高まっている。

投資家層の再拡大努力を怠って、電力会社が定期的な社債発行にこだわれば、電力債の需給は脆く崩れる可能性もあるだろう。デットIRの活発化などを通して、電力会社が投資家とのコミュニケーションを増していく必要性がこれからはありそうだ。

(注1) 稼働原発を持つ電力会社は一般負担金を機構に支払うが、そもそも一般負担金は電力会社の事業・財務運営に悪影響を与えない範囲で決められる上、料金改定がなされれば、料金への転嫁も可能。

(注2) 省令である一般電気事業供給約款料金算定規則の改正が予定されている。人によっては、本制度を「原子力燃調」と呼んでいる。

