

## 鉄道会社の近況について

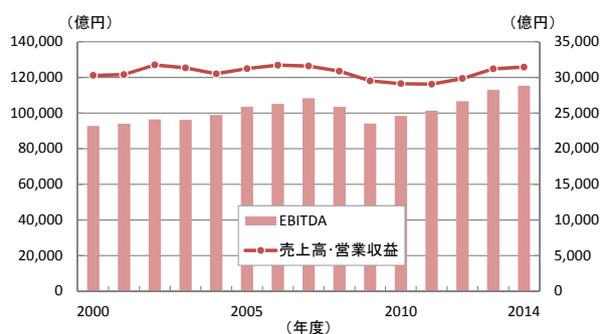
### 【ポイント】

1. 鉄道会社の輸送人員は過去のピークを超えており、全体として堅調に推移している。
2. 運輸事業の EBITDA（営業利益と減価償却費の合計）は概ね維持されており、最近では賃貸不動産の拡充により全体の EBITDA が増加している。
3. 有利子負債の減少で財務指標は改善しており、格付けには安定感がある。

鉄道会社の業績が好調である。日本の総人口は 2010 年、生産年齢人口は 1995 年をピークに減少に転じており、鉄道の輸送人員は減少すると言われているが、現在のところかなり健闘している。鉄道会社にとって重要なことは「鉄道の輸送人員の維持」であり、それを「鉄道以外の事業により需要喚起」することで安定利益に繋げることである。鉄道・鉄道以外の事業の見直しと投資が功を奏している。

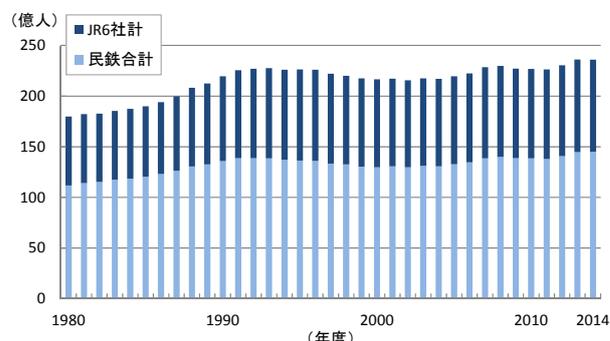
### 1. 輸送人員の動向

図表 1. 大手市場鉄道会社の売上高・EBITDA



(資料) 有価証券報告書より富国生命投資顧問作成  
(備考) EBITDA = 営業利益 + 減価償却費

図表 2. 輸送人員の推移

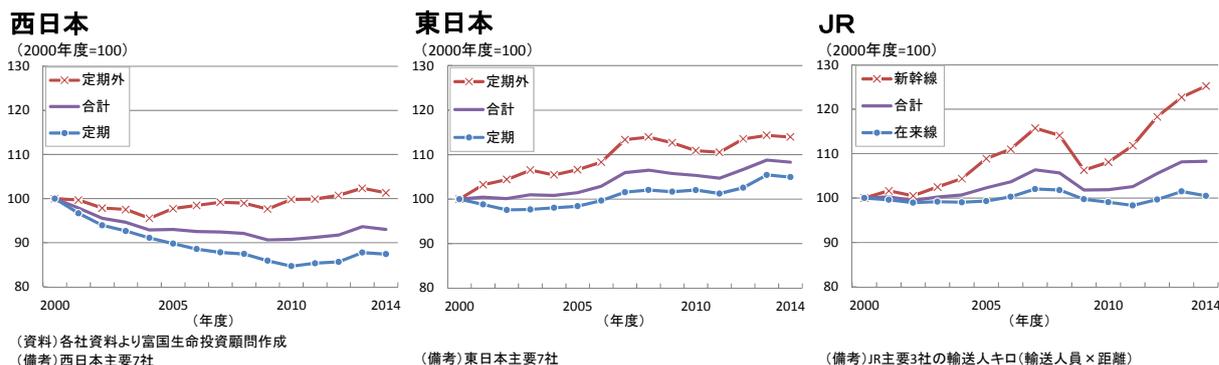


(資料) 国土交通省「鉄道輸送統計」より富国生命投資顧問作成  
(備考) 民鉄とはJR以外のこと

過去からの推移を JR6 社と民鉄 (JR 以外) を合わせた鉄道輸送統計で見ると、日本のバブル崩壊以降減少した輸送人員は、2002 年度を底に回復してきている。リーマン・ショックの後にはしばらく停滞が続いたが、ここ数年は過去のピークを更新するようになってきた。以下は過去データの取得が容易な大手市場鉄道会社に絞り込み、営業地域で西と東、JR に分けて比較したものである。景気悪化と人口の減少、東京への人口集中もあり西日本の鉄道会社は「定期」の輸送人員が冴えなかったが、2010 年度を底にやや回復してきている。一方で、「定期外」の輸送人員は知名度の高い観光地に恵まれて維持されており、全体を下支えしていることが見て取れる。また、東日本の鉄道会社は定期の輸送人員も比較的堅調であることに加え、「定期外」の輸送人員が牽引して増加基調にある。いずれも 2013 年度から 2014 年度に掛けて横ばいになっているのは、消費増税前の駆け込みで定期や回数券を購入した人が 2013 年度に一部計上されているため、実

際には 2014 年度にかけて緩やかに増加したものと思われる。中でも JR は「在来線」の伸びが限定的ではあるものの、一部延伸もあって「新幹線」の輸送人キロが飛躍的に伸びた。2009 年度に一旦落ち込んだのは、景気低迷と高速道路無料化、新型インフルエンザの影響に拠るものである。東日本大震災による回復の足踏みもあったが、その後は順調に輸送人キロを伸ばしている。「新幹線」は地域によって飛行機と競合するものの、4 時間の壁（移動に 4 時間以上掛かると鉄道よりも飛行機が有利と言われている）をスピードアップや増発で乗り越えて、競争力を高めている。

図表 3. 鉄道輸送人員（JR は輸送人キロ）の推移

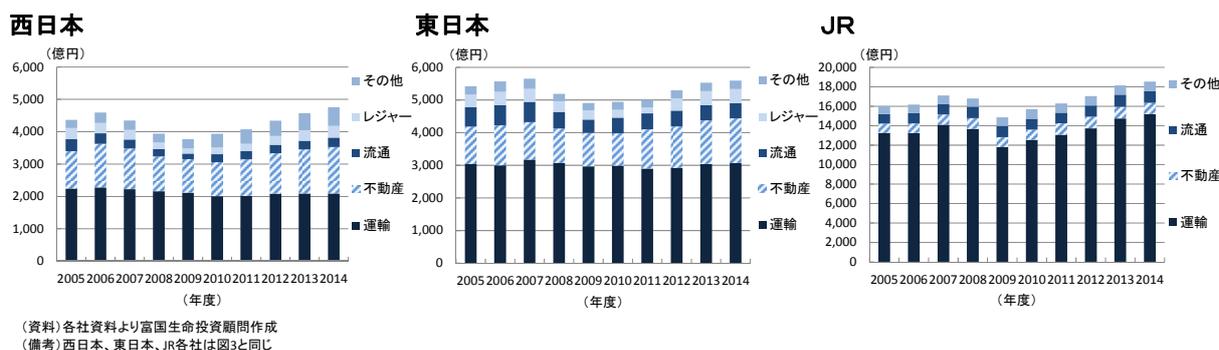


主に「定期外」と「新幹線」の伸びが目立つのは、定年退職後の余暇を過ごす人が増えたことも一因だろう。2000 年の日本の人口で 65 歳以上は 2,201 万人だったが、2012 年は 3,079 万人 (+878 万人) と推計されており、その間 14 歳以下の 192 万人の減少はあったが、行動範囲の広い人口は増えていたことになる。また「定期外」の輸送人員には観光だけでなく、多様な働き方も影響していたと考えられる。国内で雇用されている人は 5,400 万人程度の横ばいで推移しているが、非正規の雇用者の構成比が同期間に 26% から 37% へと上昇、「定期」から「定期外」に一部シフトした可能性もある。非正規雇用者の増加は肯定的に捉え難い面もあるが、パートとして働く女性や定年後も働く人が増えていることが「定期外」の輸送人員にプラスとなったようである。こうした状況下でも「定期」の輸送人員が増えている東日本は、非常に堅調だと言えるだろう。

## 2. 事業ごとの EBITDA

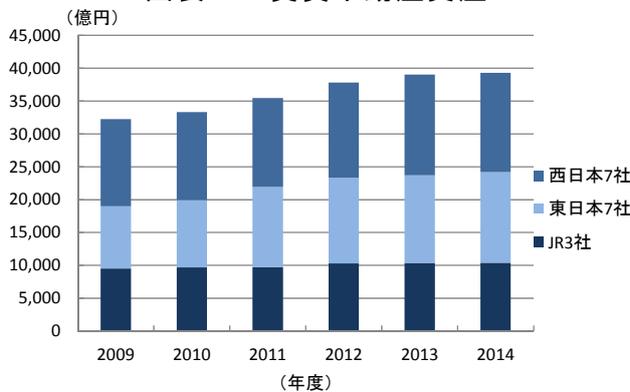
では鉄道会社の稼ぐ力は各事業でどうなったのだろうか。鉄道会社は多額の減価償却費を計上しているため EBITDA で見てみると、以下のようなになる。

図表 4. 鉄道会社 EBITDA の内訳



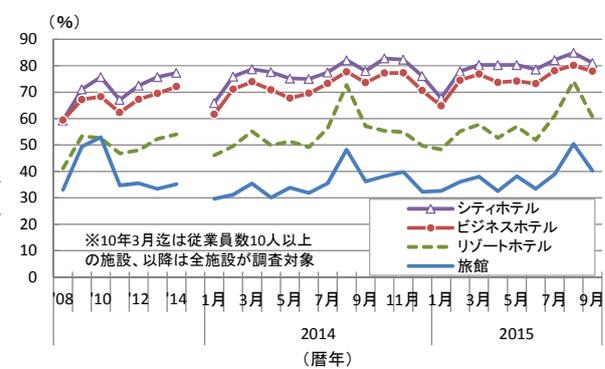
運輸事業はいずれも 2010 年度前後を底に回復してきている。輸送人員が減少していた西日本は、やや過去には劣るものの 2,000 億円台を維持している。一方、輸送人員が堅調なはずの東日本の EBITDA が伸び悩むのは、輸送力増強や立体交差などの投資により除却等の費用がかかっていたためである。目を引くのはやはり JR で、輸送量の増加が反映され飛躍的に伸びた。JR は民鉄ほど沿線の改良工事が無いこともその要因であろう。運輸事業に次いで構成比の高い不動産事業では、かつては沿線の宅地開発を手がけていたが、その後は駅至近のマンション分譲、昨今は空室率の低下で安定収益源となっている賃貸ビルの保有に軸足を移している。沿線のランドマークになるような大型不動産は投資額も嵩むが、運輸事業の輸送人員を含め他の事業への波及効果も確認されている。今後はターミナル駅の再開発が複数の鉄道会社で予定されており、利便性の向上と同時に魅力的な施設で集客力が高まることが期待されている。

図表 5. 賃貸不動産資産



(資料) 有価証券報告書より富国生命投資顧問作成

図表 6. 宿泊施設別 客室稼働率



(資料) 観光庁「宿泊旅行統計」より富国生命投資顧問作成

また、全体からすると貢献度はやや低いものの、流通やレジャーといったセグメントも回復傾向にあり EBITDA の構成比が高まっている。百貨店を保有する鉄道会社もあるが、流通事業は比較的業績の堅調な食品スーパーを手がけている会社が多く、駅直結のスーパーは沿線住民にとって便利な存在となっている。かつてはどちらかという業績の圧迫要因であったホテル業では、各社が力を入れる宿泊特化型ホテルの稼働率が好調に推移している。急増する訪日客の貢献もあるが、国内の宿泊の 9 割は日本人が占めており、実際、日本人の宿泊回数にも伸びが見られる。最近では連休が近いと出張の宿泊が難しいという話も聞こえており、鉄道会社が都市部で展開するホテルの業績に懸念は小さいようだ。

### 3. 今後の見通し

過去に比べると輸送人員がやや減少していた西日本の鉄道会社が、不動産やほかの事業でカバーして EBITDA のピークを更新していることは注目に値する。近年、鉄道会社は個人向けに社債を発行しており、投資家は鉄道会社の格付けが気になるところだが、輸送人員が堅調な一方で有利子負債はピークから減少傾向にあり、格付けにはポジティブな状態となっている。今後予定されるターミナル駅の再開発は工事期間の長いプロジェクトとなるため、投資額が特定の期間に嵩み財務指標が悪化する、ということはないようだ。格付けは安定的に推移すると見込まれる。

(富国生命投資顧問 (株) クレジットアナリスト 安藤 美佐)