

鉄道株の注目ポイント

2012.12.3 発行

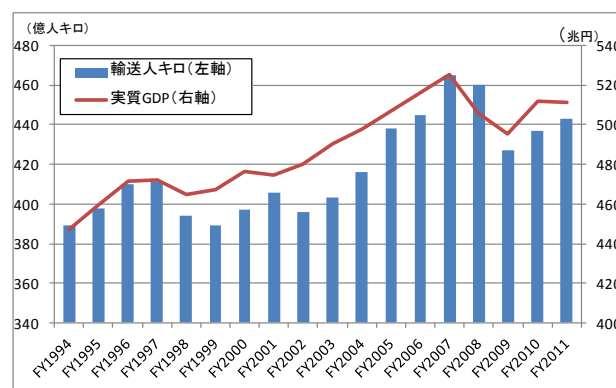
今年度上半期、京成電鉄や阪急阪神ホールディングスなど私鉄セクターの株価は、TOPIX を大きくアウトパフォームしました。一般的に鉄道株は業績が安定しているディフェンシブ銘柄と言われますが、業績を左右する鉄道収入は何によって変化するのでしょうか？ 今月のアナリスト・コラムでは、関東圏私鉄と新幹線を中心に、鉄道収入に直結する鉄道利用者数に影響を与えるファクターと株価の注目ポイントについて考えていきたいと思います。

長期的には、GDP、沿線人口に連動

まず、長期的なトレンドとして、鉄道利用者数は GDP と沿線人口にリンクしていると考えられます。

新幹線、特にビジネス利用の多い東海道新幹線の利用者数は、GDP に数カ月から半年程度の遅行性を持って連動すると考えられています(図表 1)。例えば、日本の経済活動が活発で緩やかな GDP の成長を見込む場合、東海道新幹線の利用者数も緩やかながら前年比プラスで推移していくと予想できます。

(図表 1) 東海道新幹線輸送人キロと GDP の推移



出所: JR 東海、内閣府資料より明治安田アセットマネジメント作成
(輸送人キロ=運んだ旅客数(人)にそれぞれの乗車した距離(キロ)を乗じたものの累積を指す)

一方、在来線(≡新幹線以外の鉄道)利用者の長期的なトレンドは、景気動向に加え沿線人口に影響を受けると考えられます。

決算短信などで大手私鉄の事業内容をみると、メインの鉄道を含む「運輸業」の他に、百貨店などの「流通業」、分譲や賃貸の「不動産事業」、ホテルなどの「その他事業」など幅広い事業から構成されているのがわかると思います。私鉄各社は、沿線の土地開発やレジャー施設の建設等を通じて沿線価値を高めることで沿線人口、利用者を増やす事業展開を行ってきたからです。

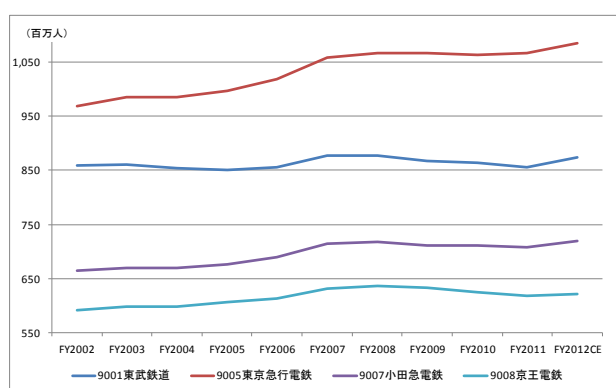
この沿線事業と鉄道事業を両輪とした私鉄のビジネスモデルを作ったと言われるのが阪急電鉄(現

当資料は、ホームページ閲覧者の理解と利便性向上に資するための情報提供を目的としたものであり、投資勧誘や売買推奨を目的とするものではありません。また、当サイトの内容については、当社が信頼できると判断した情報および資料等に基づいておりますが、その情報の正確性、完全性等を保証するものではありません。これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社は一切の責任を負いかねます。

阪急阪神ホールディングス) 創業者の小林一三氏で、「乗客は電車が創造する」という有名なことばを残しています。

主要関東私鉄の過去 10 年間の輸送人員の推移(図表 2)をみると、東京急行電鉄の輸送人員が伸びていますが、同社の沿線価値向上戦略が奏功している証左と言えるのではないのでしょうか。

(図表 2) 輸送人員の推移(百万人)



出所: 各社資料より明治安田アセットマネジメント作成
FY2012CE は各社前提

今後、「どの私鉄が成長していくか」と考えたときに、その路線の沿線人口の将来見通しに注目するのもポイントでしょう。

鉄道利用者の増加が今年好調な要因は・・・

今年、私鉄銘柄がアウトパフォームした背景に、製造業を中心に業績不振から下方修正をする会社が相次ぐなか、回復が順調な鉄道利用者に注目が集まり業績堅調さが評価されたという点が挙げられます。新幹線や在来線の定期外利用者数が震災後の昨年を上回るのはもちろん、震災前の2010年度比でも輸送人員が増加している会社が多くあります。

好調の要因として、鉄道会社が主体となって開発した新スポットの開業効果が挙げられます。特に都

内では、今年開業したスカイツリー(東武鉄道)や渋谷ヒカリエ(東京急行電鉄)などの効果が目立ちます。

今年 5 月にグランドオープンした東京スカイツリータウンは、9 月末までに約 2,100 万人の来場者があり、東武鉄道は、今期の来場者予想を期初の 2,750 万人から 3,800 万人に引き上げました。今年 4 月に開業した渋谷ヒカリエの来場者数は 10 月までで 1,242 万人にのぼり、東京急行電鉄の期初計画を 2 割超上回り、同社の輸送人員や不動産賃貸収入にプラスの影響を与えています。

なお、足元の鉄道利用者の動向については、ホームページで月次輸送動向を開示している会社もありますので、気になる会社がありましたら月次の推移をチェックしてみるのもお勧めです。

利便性向上や余暇の使い方の変化が新しい需要を生み出すことも

長い目で見ると日本の人口は減少傾向にあり、鉄道利用者数の減少につながっていくと見られがちですが、今までにない構造変化により需要が創出されることもあると考えられます。例えば「シニア層の活性化」です。今年の鉄道利用者の好調は、都内に新観光スポットができただけでは説明できない部分もあり、シニア層の活発化、また余暇を近場で楽しみたいという人が増えたことによる鉄道利用者の底上げもあるのではないかと筆者は考えています。

また、新技術や利便性向上により鉄道を利用しやすくなることも需要創出効果をもたらします。IC カードのスイカやパスモの普及によって、公共交通機関の利用がスムーズになったと感じている人も多いのではないのでしょうか。鉄道各社は、複々線化による混雑率の緩和や他社線の相互直通運転などサービス向上をはかっており、気軽に鉄道を利

当資料は、ホームページ閲覧者の理解と利便性向上に資するための情報提供を目的としたものであり、投資勧誘や売買推奨を目的とするものではありません。また、当サイトの内容については、当社が信頼できると判断した情報および資料等に基づいておりますが、その情報の正確性、完全性等を保証するものではありません。これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社は一切の責任を負いかねます。

用したいと思える環境が整えられてきています。

新幹線も競合である飛行機に対抗するため、新幹線の運行本数を増便したり、ネット上で予約変更を簡単に行えるサービスを提供するなど、使いやすさ・利便性を向上させることで飛行機との競争力を高めてきています。

JR 西日本は、2011 年 3 月に山陽新幹線と九州新幹線との直通運転を開始しましたが、これにより関西－九州間に新しい人の流れが生まれ、2012 年 3 月期の同社の増収効果は 150 億円あったと試算されています。

業績だけではない私鉄の株価変動要因

私鉄の株価は、業績だけでなく私鉄固有の要因によって動く傾向があります。よく言われるのが、冒頭でもお伝えした「ディフェンシブ銘柄」としての位置付けです。製造業など他の業種に比べ業績の変動が少ないため、相場の下落局面では鉄道株が選好されアウトパフォームする傾向があります。また、事業構造上、不動産・土地の保有比率が高いことから不動産市況の変動に株価が影響を受けることもあります。

私鉄は一般的に PER などバリュエーションが他業種に比べ高い傾向がありますが、株主優待が下支

えている面もあると考えられます。私鉄の株主優待は、電車全線優待乗車券の他、系列百貨店やホテルの割引券があり、現金配当に株主優待を加味した利回りで計算することができるためです。

鉄道利用者の将来像は・・・

2015 年には北陸新幹線開業（東京～金沢間の所要時間が、現在の約 3 時間 50 分から約 2 時間 40 分に短縮される予定）、2016 年には JR 東日本で新宿駅再開発ビルの開業が予定されるなど、各種プロジェクトが鉄道業界では予定されています。これらのプロジェクトもスカイツリーと同じように人の動きに変化をもたらすことが予想されます。

筆者は、日本で少子高齢化が進む中、事業エリア、沿線価値向上施策によって会社ごとの鉄道利用者の増減は二極化していくのではないかと考えています。

こうした大きな流れをつかんだうえで、プロジェクトや身近な現象、変化を材料に鉄道会社の業績予想を自分なりにたててみるのはいかがでしょうか。

国内株式運用部調査担当 リサーチ・アナリスト
（運輸、化学（電子材料）担当）
千葉 美津子