

# エアライン業界の信用力と投資の考え方

## エアライン業界 — 環境変化をどう乗り越えるかが信用力評価の試金石に

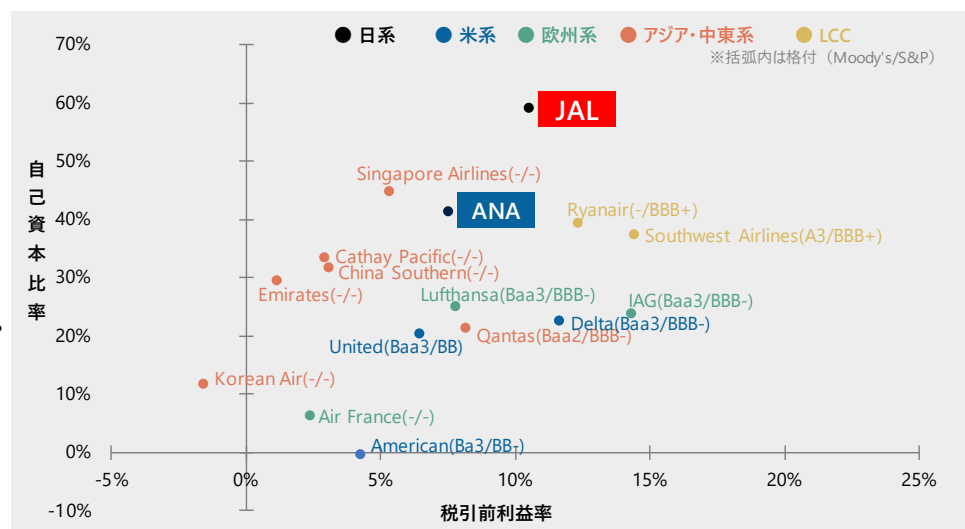
日系エアライン大手2社の業績が堅調だ。好業績を受けて財務基盤が改善し、信用力は業界内で世界トップクラスといえるまでに高まった。インバウンド需要の劇的な増加をはじめとした事業環境の構造的な変化や、コスト削減などの自助努力により収益基盤が拡大、強化されたことが背景にある。一方、LCC等の参入増加に加え、来春には首都圏空港発着枠拡大による一時的な供給過多も予想される。こうした需給環境の変化を乗り越え、財務基盤を損なうことなく収益拡大を継続できるかが、信用力を見る上での試金石になろう。その持続性に対する信頼度が高まれば、格付対比でやや割安な市場評価が見直される可能性があるだろう。

### 1. 世界の主要エアラインの信用力比較～日系大手2社はトップクラス～

世界のエアラインでMoody'sもしくはS&Pの格付付与先は30社弱で、そのうち約半数が投機的等級（BB+以下）と、エアライン業界の信用力評価は低い傾向にある。その背景としては、人件費や機材費などの固定費負担が重く、テロ・災害・景気動向等に伴う需要変動や燃油費の変動などの外部要因に左右され易い収益構造と、投資負担の重さがもたらす財務基盤の弱さが指摘できる。また、近年ではLCCとの競争激化も業績の重荷となっている。破綻事例には事欠かない業界であり、今年に入ってから、2019年2月に英地域航空のBritish Midland Regional、2019年6月にインド航空大手のJet Airwaysの経営が破綻。韓国のアシアナ航空も経営難を受けて親会社が株式売却方針を発表するなど、海外エアラインでは苦戦が散見される。日系大手2社の格付に目を向けると、日本航空（以下、「JAL」）、ANAホールディングス（以下、「ANA」）ともにR&I：A-、JCR：Aと業界内で相対的に高い評価を受けている。格付会社が違うため単純比較は出来ないが、海外エアラインの中で最も高い格付を有するLCCのSouthwest Airlines（Moody's：A3、S&P：BBB+）に匹敵する世界トップクラスの信用力を誇るという。

【図表1】は、世界の主要エアラインの直近決算期における税引前利益率と自己資本比率をプロットしたものである。LCCの2社を中心に日系大手2社を上回る税引前利益率の会社もみられるが、ビジネスモデルが異なる点に着目している。日系2社はフルサービスキャリアの中でも高い定時運航率や各評価機関からの受賞歴によって裏付けられた高品質のサービス提供によって高単価を実現できていることが差別化要因となっている。その分、人件費等の固定費は相対的に高いものの、後述する特殊要因を除いた日系2社の利益率は相対的にかなり高い部類に入るとみている。高い収益力を背景に、自己資本の積み上げが進んでおり、2019年3月末のJALの自己資本比率は57%と業界内で突出している。ANAも40%を超えており、日系2社の健全な財務基盤と、それをベースとした高い機材調達力はグローバルな競争力をみる上でポジティブに評価できる。

【図表1】世界の主要エアラインの税引前利益率と自己資本比率

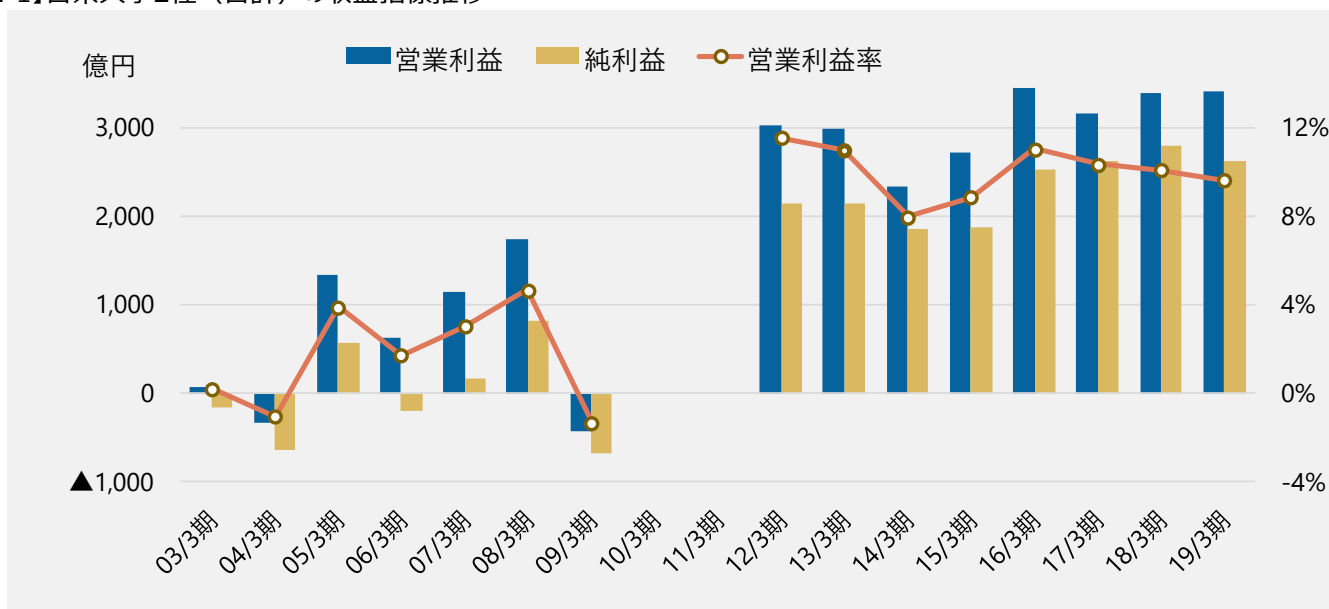


出所：BloombergよりPGIMジャパン作成。各社直近決算の実績を採用（JAL、ANA、Singapore Airlines、Emirates、Ryanairは2019年3月期、Qantasは2018年6月期、その他は2018年12月期）

## 2. 日系2社を取り巻く事業環境～JAL破綻とその後～

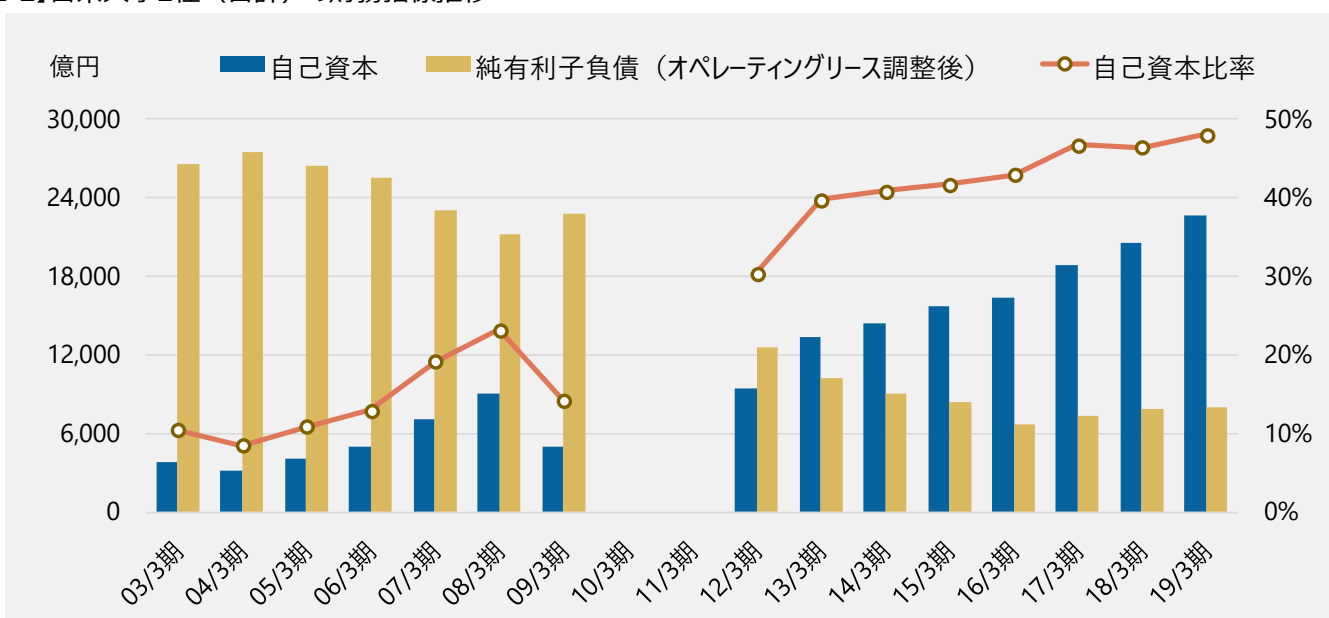
日系2社の収益力・財務基盤は以前から良好だったわけではなく、2010年1月のJAL破綻後に劇的な改善を遂げた経緯がある。【図表2-1】の通り、2009年3月期以前は最終赤字を計上することも多かったが、2011年3月の東日本大震災や2015年11月以降の欧州同時多発テロなどのイベントを乗り越え、2016年3月期からは2社合計で3,000億円を超える営業利益を確保している。営業利益率は10%前後でやや伸び悩んでいるようにみえるが、JALが破綻後の再生プロセスを通じて引き下げた人件費等の費用を還元してきたことに加え、足元では来春の首都圏空港発着枠拡大に向けた先行投資負担、豪雨などの自然災害、Boeing787機のエンジン問題に係る減便といった特殊要因が生じているためである。これらの特殊要因を除いたベースでは着実な収益拡大を続けており、収益の安定性も高まってきていると評価できる。

【図表2-1】日系大手2社（合計）の収益指標推移



財務構成も大きく改善した。【図表2-2】の通り、2社合計の自己資本は2009年3月末の4,965億円から2019年3月末には2兆2,654億円まで積み上がり、自己資本比率は50%近くに到達した。こうした収益及び財務指標の顕著な改善の背景には、両社グループにおけるコスト削減などの自助努力のみならず、次に示す3つの事業環境の構造的な変化があると当社ではみている。

【図表2-2】日系大手2社（合計）の財務指標推移



【図表2-1および2-2】出所：有価証券報告書よりPGIMジャパン作成 注：2010年3月期、2011年3月期はJALの業績開示がないため集計していない



## 2. 日系2社を取り巻く事業環境（前頁続き）

### （1）インバウンド需要の急激な増加

政府によるビザ発給条件の緩和などの諸施策やアジア-北米間の乗り継ぎ需要の増加により、訪日外国人旅行者数は2011年の622万人をボトムに年率26%のペースで著しく増加し、2018年には3,119万人と遂に大台の3千万人を突破。日本への入国は圧倒的に空路が多いことも追い風に、国際線への需要は急激に拡大している。かつては収益変動が大きく赤字を計上することも多かった国際線は、構造的な需要増加を取り込むかたちで成長ドライバーへと変化を遂げ、日系大手2社の収益基盤拡大に大きく貢献している。政府は2020年の目標を4千万人、2030年の目標を6千万人に設定して支援策を強化していく方針としており、今後もインバウンド需要増加の勢いは続きそうだ。

### （2）省燃費化による中型機の航続距離拡大と中長距離路線への活用

Boeing 787やAirbus 350など、炭素繊維複合材料の使用比率を大幅に高めて軽量化した機体と燃料効率の良いエンジンを搭載した中型機が登場し、これまで大型機で運航していた中長距離路線に中型機を導入できるようになったのは、エアライン業界全体にとって大きな変化だ。日系大手2社は最新鋭の中型機を先行して導入、ANAは304機中66機、JALは211機中39機をBoeing 787が占めており（いずれも2019年3月末時点）、世界的にもその保有が多く、中型機の積極活用を進めている。大型機偏重から脱却したことで柔軟な機材配置を実現し、需要変動にきめ細かく対応できる体制を構築したことが、収益基盤の安定化に寄与している。

### （3）国内線における収益基盤の強化

国内線についても、収益の安定感が高まっている。大手2社ともに継続的なコスト削減や、高単価需要・海外からの乗り継ぎ需要の取り込みといったイールドマネジメントの強化などの収益改善策に加え、供給面では需要見合いで供給量をコントロールする戦略のもと、機材の小型化などに取り組んできた。また需要面では、南北に長い島国という地理的特徴が、他国には見られない底堅い国内線需要を生み出しているうえ、インバウンド客の国内線利用の増加もあり、人口減少下でも2012年3月期以降は旅客数の微増トレンドが継続している。結果として、国内線の需給バランスは改善しており、2社合計の有償座席利用率は2012年3月期の61.6%から2019年3月期には70.7%まで上昇。日本の人口動態からして大きな利益成長は見込めないものの、今後も大手2社の収益基盤を下支えすることが期待される。

なお、日本におけるLCCの市場シェア（2017年、出所：国土交通省）は、国内線9.8%（前年比+0.1%）、国際線21.7%（同+2.8%）だが、世界のLCCシェア（2018年、出所：CAPA）は33%、地域別では北米：32%、欧州：41%、アジア太平洋：29%となっている。日本では国際線を中心にLCCのシェア拡大が続いているが、国内線では羽田空港の発着便など比較的需要が高い路線の空港容量が上限に近いこともあり、LCCの普及は他国よりも緩やかとなっている。

## 3. 信用力評価のポイントと投資論点～向こう数年間が試金石に～

インバウンド需要の劇的な増加をはじめとした事業環境の構造的な変化や、コスト削減、イールドマネジメントなどの自助努力により、収益水準、収益の安定性、財務基盤の3つが大きく改善し、世界トップクラスの信用力を有するに至った日系エアライン大手2社だが、順風満帆というわけではなく、足元の需給環境には少しずつ変化がみられる。供給面では、2017年3月末のJALの8.10ペーパー<sup>※1</sup>の期限切れにより供給拡大への制約がなくなったことに加え、国際線では一部の地域でLCCなどの参入拡大の動きが顕在化している。需要面では、米中貿易摩擦やグローバル景気の減速を受けて国際貨物の取扱が減少に転じており、今後はビジネスなどの旅客需要にも影響が及ぶ可能性がある。中東情勢不安定化による原油価格の急騰リスクも懸念材料だ。

そんな中、来春以降には首都圏空港発着枠の拡大<sup>※2</sup>が予定されている。特に潜在的な需要が大きい羽田空港の国際線発着枠の拡大は千載一遇のチャンスであり、中長期的な収益基盤の拡充に寄与することは間違いないとみられる。半面、上述の需給環境の変化と相俟って、短期的には供給過多となり業績へのネガティブな影響が相応に大きくなる可能性もある。まずは、今秋にも発表される発着枠の各エアラインへの配分に注目したい。需給環境の変化を乗り越え、財務基盤を棄損することなく収益拡大を続けられるかどうか、日系大手2社の信用力を評価する上での試金石となるだろう。

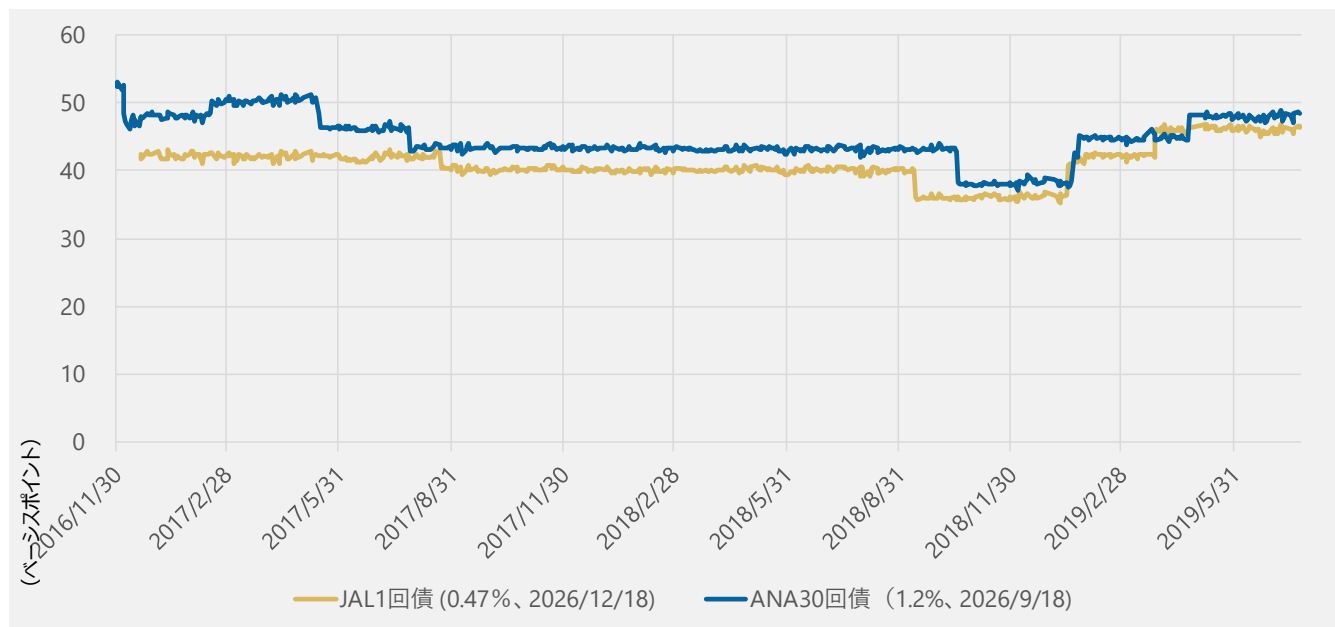
2026年償還債のスプレッドはT+40bp台半ばから後半で推移しており、R&Iの「A-」平均よりややワイドな水準にある（次頁【図表3】）。2010年1月のJAL破綻以降の日系大手2社の信用力の大幅な改善を市場はまだ織り込みできていない可能性がある。その理由としては、リーマン・ショック後にグローバル景気の拡大局面が続いていることと、その反動に対する市場の懸念が考えられる。局所的なイベントリスクに対する耐性は相応に高まったと評価できるが、今後グローバルなリセッションが起きた場合の耐性がどれだけ強化されたのかについては、実績で確認していく必要があるだろう。向こう数年間の環境変化を乗り越え、従前よりも大きく改善した収益力と財務基盤の持続性が確認できれば、市場評価が見直される可能性は十分にあるだろう。

<sup>※1</sup> 2012年8月10日に国土交通省から発表された「日本航空の企業再生への対応について」の通称。JALに対する公的支援が航空会社間の競争環境を不適切に歪めることのないよう、各種措置が定められた。

<sup>※2</sup> 2020年の東京オリンピックまでに羽田+3.9万回/年、成田+4.0万回/年を予定。その後も成田空港で+16万回/年の拡張が予定されており、国土交通省は段階的に空港機能強化を図っている。

### 3. 信用力評価のポイントと投資論点（前頁続き）

【図表3】 日系大手2社の2026年償還債スプレッドの推移



出所：BloombergよりPGIMジャパン作成 2019年7月25日現在

本資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。

記載されている市場動向等は現時点での見解であり、これらは今後変更することもあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

文中の投資見解にかかわる部分は、ファンダメンタルズ並びに価格等の相対位置のみに基づくもので、当社の投資方針、実績等と必ずしも一致しない場合があります。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したのですが、その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。

過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよび“ロックシンボル（The Rock）”は、プルデンシャル・ファイナンシャル（本社：米国ニュージャージー州ニューアーク）およびその関連会社のサービスマークです。英国プルデンシャル社とはなんら関係はありません。

PGIMジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号

加入協会 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

PGIMJ201907260812