

海運業界の信用力と投資の考え方

グローバル景気が比較的堅調に推移する中、邦船3社（日本郵船、商船三井、川崎汽船）の信用力の回復は相対的に遅れています。足元では米中貿易戦争に対する懸念などが挙げられますが、それ以外にも構造的な側面を含むいくつかの要因が考えられます。また、海運業界の信用力を見るうえでは、連結貸借対照表に計上されない船舶の運航比率が高いことなどを考慮する必要があります。本稿では、海運業界の特徴と事業環境、邦船3社の業績推移と事業戦略、信用力を見る上での留意点、社債投資の考え方について概観します。

なお、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。

海運業界の特徴と事業環境

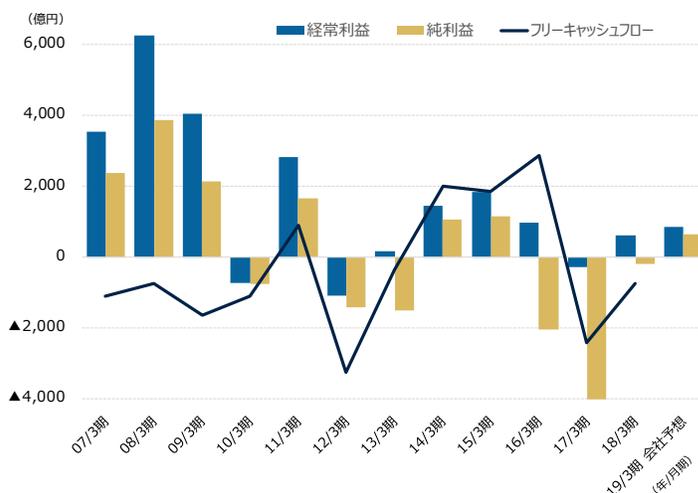
一般に、海上荷動き量に連動する船腹需要が景気に左右される一方、船腹供給は船舶の発注から竣工までに2～3年程度かかるため、需要の振幅に対応した供給調整が難しいという特徴があります。リーマン・ショック後の運賃市況の低迷は、それ以前の市況高騰時に大量発注された船舶の竣工と、グローバル景気低迷のタイミングが重なった結果、船腹供給の余剰が深刻化したことが主因と考えられます。加えて、川上の造船業界も同様の理由で建造能力の余剰問題が深刻化、中国や韓国では政府による補助金等の支援を受けて新造船の建造を続けていることが、船腹供給の改善が進まない一因との見方もあります。

輸送にノウハウが必要な自動車船やケミカル船など一部の船種を除いてサービスの差別化が難しく、資金力があれば比較的容易に市場参入できることも特徴です。歴史を振り返れば、運賃の好況時には投機的な資金の流入を含めた船隊増強や新規参入が起きた一方、その後の市況悪化時には業界の集約や再編が進みました。業界再編によるプレイヤーの減少は、市況の改善や安定化に繋がると期待したいところですが、コンテナ船などでは事業統合によって財務体力を備えた海外の大手船社が、運航効率の改善に寄与する大型船の発注を増やしたことが、キャパシティの更なる余剰とそれに伴う集荷競争の激化に繋がっているという側面もあります。

邦船3社の業績推移

構造的とも言える船腹供給の余剰を背景に、邦船3社の利益水準やキャッシュフローは、リーマン・ショック前後で大きく水準を落としています。運賃市況の変動が激しい一方で、船舶関連などのコスト面では固定的な費用の割合が比較的高いことから、市況の低迷が続くと、事業構造改革費用を含めて巨額の最終赤字を計上することもあります。

【図表1】邦船3社（合計）の業績推移



出所：有価証券報告書などよりPGIM ジャパン作成
2018年7月23日現在

邦船3社の業績推移（つづき）

邦船3社は、鉄鉱石や石炭・穀物などを運ぶドライバルク船、原油や石油製品などを運ぶタンカー、自動車船などの不定期専用船に加え、家具・衣料・電子機器・自動車部品等様々な荷物を運ぶコンテナ船や、フェリーなどの定期船を含む多様な船種を運航し、収益分散が効いていることが特徴です。しかし、16/3期以降はコンテナ船、ドライバルク船の主力2セグメントの運賃市況がほぼ同時期に史上最低水準まで下落したことに加え、安定収益源だった自動車船で産油国・新興国向け輸送需要が減少して配船効率が悪化するなど、複数の業績悪化要因が重なりました。

グローバル景気の回復とともに、18/3期の世界の海上荷動き量はGDP成長率を上回って推移しましたが、市況改善ペースは鈍く、船腹供給の余剰の解消がなかなか進んでいません。船腹の需給調整に時間がかかることや、固定的な費用の割合が高いことから、海運業界の業績はグローバル景気の回復局面では他の業界に比べて改善が遅れる傾向にあります。コンテナ船などについては、需給バランスの観点からは、新造船供給がピークアウトする21/3期に向けて、運賃市況の緩やかな改善が期待できそうです。一方で、市況回復が先行したドライバルク船などでは新造船の発注を再び増やす動きも見られます。船種ごとに状況が異なることに加え、供給過剰の解消に向けた明確なトレンドの変化がまだ見られないことから、現時点では全体として市況並びに業績の大幅な改善を見込むことは難しいのではないかと予想されます。

邦船3社の事業戦略

運賃市況の低迷を受け、邦船3社は着実に対応策を実行してきています。2016年11月には3社のコンテナ船事業を統合すると発表。統合会社の出資比率は日本郵船38%、商船三井31%、川崎汽船31%で、2018年4月からサービスを開始しました。向こう3年で1,100億円を超えるシナジー効果の創出を計画しており、実現すれば持分法投資利益の増加を通じて邦船3社の業績改善に寄与することになります。足元では、発足当初で要員の習熟度の問題を抱えているため荷量が落ちていると報じられていますが、今後の回復が期待されるところです。

加えて、各社とも構造改革による船舶コストの引き下げや、短期的な運賃市況の変動影響を受けない中長期的な荷物運搬契約の比率引き上げなどに注力しています。

資産売却や投資の抑制によって財務基盤の悪化を防ぐとともに、安定利益を積み上げるべく、新規投資は10年以上の長期契約が紐付いたLNG船や海洋事業に集中するなど、経営努力を重ねています。

信用力を見る上での留意点

このようなLNG船、海洋事業への投資は安定した収益を確保できる半面、投資回収期間が10年を超えるケースも多く、収益性や財務基盤の改善にはすぐに寄与しないことも多いのではないかと推察されます。船舶の建造にあたって資金支出が先行する投資の効果が、ネットD/Eレシオ（純有利子負債/自己資本）やネットD/EBITDA倍率（純有利子負債/EBITDA）などの信用指標の改善として現れてくるまでに時間を要することも、信用力の回復が他の業界に比べて遅れている要因の一つと考えられます。

加えて、こうした船舶投資案件ではパートナーから出資を受けて持分法適用会社化（オフバランス化）するケースが少なくありません。また、他社から船舶を借りて運航する用船契約も、会計上はオフバランス処理されています。用船の比率は邦船3社で70%前後と高いため、R&Iなどの格付会社では、用船をオンバランスしたと仮定して調整した信用指標を算出した上で、格付評価を行っているようです。既述のコンテナ船の事業統合会社についても、19/3期以降、非上場の持分法適用会社となり、邦船3社の連結対象から外れます。信用力分析の継続性を担保するためにも、P/L、B/S、CF計算書などの財務情報を含め、統合会社には可能な限りの情報開示を期待したいところです。

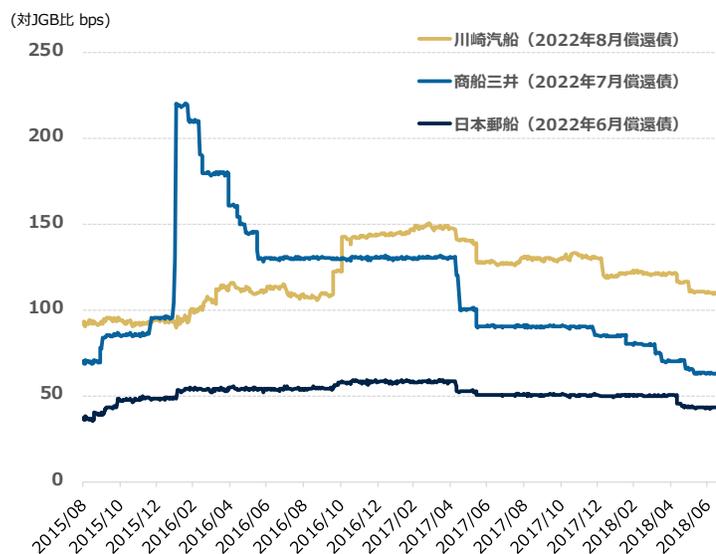
投資の考え方

邦船3社の2022年償還債のクレジットスプレッドはJGB対比で40bps～110bps程度の水準にあります。最近ではスプレッドが縮小する傾向にあり、今後の運賃市況の改善やコンテナ船の事業統合効果に対する期待が反映されている可能性が考えられます。（次頁【図表2】をご参照ください。）

一方、これまで述べてきたように、今後の業績を見る上での不確定要素が多いことを念頭に置いておく必要があります。短中期的な業績変動要素としては、足元で落ち込んでいる荷量の回復ペースや燃料油の価格変動などの影響を受けるコンテナ船統合会社の収益動向、米中を中心とした貿易摩擦の行方と海上荷動き量や運賃市況への影響が注目ポイントでしょう。

投資の考え方（つづき）

【図表2】 邦船3社の2022年償還債のスプレッド推移



出所：BloombergなどよりPGIM ジャパン作成。2018年7月23日現在

加えて、中長期的には「スロートレード」と表現されることも多い貿易構造の変化（現地生産・現地調達化の進展）の影響、SOx排出規制¹などの環境規制対応による採算への影響にも目を配ることが必要と考えられます。運賃市況は改善傾向ながらも高いボラティリティが続くと予想されること、バランスシートの実態が把握しづらいこと（オフバランスの船舶運航比率が高いこと）なども踏まえた投資判断が求められそうです。

¹ 排ガス中のSOx量を抑制するため、船舶が使用する燃料油に含まれる硫黄分含有率を2020年以降、現行3.5%以下から0.5%以下に厳格化するもの

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。

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