

## 本州 JR3 社の 21/3 期決算の注目点

本州 JR3 社（東日本旅客鉄道（証券コード：9020、JR 東日本）、西日本旅客鉄道（同：9021、JR 西日本）、東海旅客鉄道（同：9022、JR 東海））の 21/3 期決算および 22/3 期業績予想を踏まえ、株式会社日本格付研究所（JCR）の現況に関する認識と格付上の注目点を整理した。

### 1. 業界動向

21/3 期における本州 JR3 社の鉄道運輸収入合計は 1 兆 8,498 億円（前期比 53.9%減）と大きく減少した。内訳は在来線が同 38.3%減、新幹線が同 65.9%減であり、長距離輸送を担う新幹線がコロナ禍の影響をより強く受けている。なお、20/3 期第 4 四半期にはすでにコロナ禍の影響が表れていたことから、コロナ禍前の 19/3 期と比較すると、鉄道運輸収入合計は 55.2%減、在来線は 39.5%減、新幹線は 67.1%減となった。四半期ごとの推移をみると、第一次の緊急事態宣言が発出された 21/3 期第 1 四半期の鉄道運輸収入合計は前年同期比 69.4%減だったが、第 2 四半期は同 54.8%減、第 3 四半期は同 44.2%減と減少幅は縮小した。第 3 四半期は「Go To Travel キャンペーン」の効果も見られる。第 4 四半期は同 46.0%減だったが、19/3 期第 4 四半期との比較では 54.4%減となった。第二次緊急事態宣言の発出などにより、実質的な減少幅は再び拡大したものと考えられる。

22/3 期の本州 JR3 社の鉄道運輸収入合計は 2 兆 9,950 億円（前期比 61.9%増）の計画。ただコロナ禍前の 19/3 期との比較では 72.5%の水準にとどまる。特に新幹線については JR 東日本が 19/3 期比 71.8%、JR 西日本が同 68.6%、JR 東海は鉄道運輸収入合計で 66.4%の見通し（平時では鉄道収入の太宗を新幹線が占める）であり、在来線と比較して回復が遅れる前提である。

中期的な鉄道運輸収入の見通しについては、JR 東海が 24/3 期にコロナ禍前の 9 割程度まで回復、その後 29/3 期までにコロナ禍前の水準への回復を想定している。JR 東日本および JR 西日本では、現経営ビジョンおよび現中期経営計画の前提として概ねコロナ禍以前の 9 割程度までの回復を想定している。アフターコロナにおける需要状況を見通すことは難しいものの、テレワークや WEB 会議の一定程度の浸透などによる構造的な需要の変化が予想される。このため、コロナ禍前の水準に旅客運輸収入を回復させるためには様々な需要喚起策の実施が重要と考えられる。各社の取り組みの進捗と効果を確認していくとともに、在来線についてはテレワークの定着による定期利用への影響と一部定期外利用への転移の状況、新幹線についてはビジネス利用における非対面型の会議の増加などの影響および国内外の観光旅客の回復状況などが注目点である。

### 2. 決算動向

3 社合計の 21/3 期営業収入は 3 兆 4,861 億円（前期比 44.6%減）、営業損益は 1 兆 1,975 億円の黒字から 9,505 億円の赤字となった。四半期ごとの推移をみると 21/3 期第 1 四半期営業収入合計は前年同期比 60.4%減、第 2 四半期は同 46.3%減、第 3 四半期は同 36.2%減と減収幅は縮小した。第 4 四半期は同 35.0%減だったが、コロナ禍前の 19/3 期第 4 四半期との比較では 42.5%減となった。セグメント別では関連事業セグメント（運輸セグメント以外）合計売上高が前期比 28.8%減だったのに対して、運輸セグメント合計売上高は同 51.8%減。典型的な装置産業である運輸セグメントでは、減収額合計が 2 兆 2,509 億円に対して営業減益額合計は 1 兆 9,413 億円となり、連結営業赤字の大きな要因となった。一方、3 社合計の関連事業営業利益は 172 億円と黒字を維持したものの、前期比 92.3%減と大幅な減益。インバウンドの減少や外出自粛などによってホテル業が大きな影響を受けたほか、エキナカ施設を中心に商業施設がコロナ禍の影響を受けている。

21/3 期の営業キャッシュフロー合計は 20/3 期 1 兆 3,840 億円のプラスから 4,626 億円のマイナスとなった。21/3 期の投資キャッシュフロー合計は不急の投資抑制などにより 20/3 期 1 兆 5,227 億円から 1 兆 958 億円に圧縮されたものの、フリーキャッシュフロー合計（営業キャッシュフローマイナス投資キャッシュフロー）は 20/3 期 1,387 億円のマイナスから 1 兆 5,584 億円のマイナスに拡大。この結果、21/3 期末の長期債務残高合計（JR 東日本は有利子負債残高）は 20/3 期末比 1 兆 6,651 億円増の 10 兆 8,423 億円となった。21/3 期の自己資本合計は 7 兆 304 億円と前期末比で 1 兆 656 億円減少。3 社合計の 21/3 期末自己資本比率は 32.0%と前期末同 37.8%から 5.8 ポイント悪化した。

### 3. 業績予想における格付上の注目点

22/3 期の 3 社合計営業損益は 3,010 億円の黒字と予想されている。しかしコロナ禍前の 19/3 期との比較では 21.6%の水準にとどまる見通しであり（19/3 期営業利益合計は 1 兆 3,915 億円）、事業環境の不透明感が依然強い中で、業績回復に時間を要する可能性が高まっている。セグメント別では JR 東日本と JR 西日本が運輸セグメントで営業損失を予想。同セグメントで営業黒字を予想する JR 東海も 19/3 期比で 3 割程度の水準を見込んでいる。運輸事業においては、需要見通しと実際との乖離、および計画されている鉄道営業費用額からの一層の削減が進むかどうかが目点である。

3 社合計の 22/3 期設備投資計画の合計は前期比 14.8%増の見通し。21/3 期に続いて 2 期連続で設備投資額を圧縮する計画の JR 東日本に対し、梅田地区を中心とする大規模再開発計画が進捗している JR 西日本および中央新幹線関連の投資が本格化する JR 東海では設備投資が増加する計画である。JR 東日本および JR 西日本は中期経営計画を見直し、定量目標の引き下げや新たな数値目標を公表した。これによれば、両社とも足元では不急の投資抑制や費用構造改革などを優先させる計画だが、大規模再開発計画や将来の成長ドライバーとなる事業の強化に向けた投資などについては大きな見直しを行わない方針である。3 社とも 22/3 期末の長期債務残高（JR 東日本は有利子負債残高）の見通しを公表していないが、収益見通しおよび投資計画を勘案すれば、長期債務残高が大きく減少する可能性は低い。このため、収益水準が計画を下回った場合には、費用削減だけでなく維持更新投資を中心に一層の投資圧縮が必要となる場面も想定される。

JR 東海は、21/3 期決算発表時に「中央新幹線品川・名古屋間の総工事費に関するお知らせ」を公表し、同区間の総工事費が従来の計画から約 1.5 兆円増の 7.04 兆円となるとの新たな見通しを示した。難工事への対応や地震対策の充実、発生土の活用先確保などが増加の理由とされている。同社は同時に、一定の合理的な前提に基づけば、新規の資金調達約 1 兆円を加えれば、同区間の建設に充当する資金の累計は 29/3 期中には総工事費を上回ることを確認したと公表した。JCR では中央新幹線計画について、①計画当初と比較してキャッシュフロー創出力が高まっており、財務基盤も強化されている②機構から前倒しで長期、固定かつ低金利の工事資金の調達ができている③中央新幹線工事費に充当する目的の資金（中央新幹線建設長期積立金）の留保が進んでいる一ことを評価してきた。現状でもこの見方は変えておらず、今回の工事費の増額が同社の信用力に及ぼす影響は限定的と考えられる。ただ、コロナ禍で収益が大きく落ち込んでいるなかでの工事費の増額であり、引き続き今後の業績動向をフォローしていく。

（担当）上村 暁生・加藤 直樹

(図表 1) 本州 JR3 社の連結業績の推移

(単位：億円、%)

		営業収入	前期比	営業利益	前期比	有利子負債残高 ※1
東日本旅客鉄道 (9020)	20/3 期	29,466	-1.8	3,808	-21.5	33,123
	21/3 期	17,645	-40.1	▲5,203	-	43,502
	22/3 期予 ※2	23,260	31.8	740	-	
西日本旅客鉄道 (9021)	20/3 期	15,082	-1.4	1,606	-18.4	10,189
	21/3 期	8,981	-40.4	▲2,455	-	15,595
	22/3 期予 ※2	12,575	40.0	120	-	
東海旅客鉄道 (9022)	20/3 期	18,446	-1.8	6,561	-7.6	48,460
	21/3 期	8,235	-55.4	▲1,847	-	49,326
	22/3 期予 ※2	12,340	49.8	2,150	-	
3 社計	20/3 期	62,994	-1.7	11,975	-13.9	91,772
	21/3 期	34,861	-44.6	▲9,505	-	108,423
	22/3 期予	48,175	38.2	3,010	-	

(出所：各社決算資料より JCR 作成)

※1 いずれも会社公表値。JR 西日本、JR 東海は長期債務残高。

※2 22/3 期営業収益予想は「収益認識に関する会計基準」適用後。

## 【参考】

### 発行体：東日本旅客鉄道株式会社

長期発行体格付：AAAp 見通し：安定的

### 発行体：西日本旅客鉄道株式会社

長期発行体格付：AA+p 見通し：安定的

### 発行体：東海旅客鉄道株式会社

長期発行体格付：AAA 見通し：安定的

## ■留意事項

本文書に記載された情報は、JCR が、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCR は、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCR は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCR は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかなるものを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、JCR の格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCR の格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいて行っております。JCR の格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。JCR の格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCR に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

## ■NRSRO 登録状況

JCR は、米国証券取引委員会の定める NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) の 5 つの信用格付クラスのうち、以下の 4 クラスに登録しています。(1)金融機関、ブローカー・ディーラー、(2)保険会社、(3)一般事業法人、(4)政府・地方自治体。

## ■本件に関するお問い合わせ先

情報サービス部 TEL：03-3544-7013 FAX：03-3544-7026

## 株式会社 日本格付研究所

Japan Credit Rating Agency, Ltd.  
信用格付業者 金融庁長官(格付)第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座 5-15-8 時事通信ビル