

## 自動車メーカー大手各社の19/3期決算の注目点

自動車メーカー大手各社※の19/3期決算および20/3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。

※大手各社のうちJCR格付先は日産自動車(証券コード:7201)、いすゞ自動車(同:7202)、トヨタ自動車(同:7203)、マツダ(同:7261)

### 1. 業界動向

世界新車需要は新興国市場をけん引役に、中長期的に緩やかな拡大基調が見込まれている。しかし、足元では米中の二大市場で新車販売はピークアウトしている。米中貿易摩擦やブレグジット(英国のEU離脱)など政治問題の影響が懸念される中、19年度は新車販売の減速感が強まる可能性がある。日産自動車の18年度決算報告資料によると、世界新車需要の伸び率は18年度実績▲1.5%、19年度予想+0.8%、主要市場では日本が同様に+1.2%、+1.0%、米国が▲0.8%、▲2.7%、欧州が+0.3%、+0.1%、中国が▲2.7%、+3.1%となっている(中国のみ暦年ベース)。日本市場は少子高齢化などを背景に中長期的には緩やかに縮小していくと予想されており、短期的には10月に予定されている消費税増税の影響が懸念される。米国市場はリーマンショック後の買替需要が一巡し、需要は16年をピークに緩やかに縮小しつつある。欧州市場は13年以降、緩やかに拡大してきたが、18年は英国などで販売が減少し、また18年9月以降は新排ガス測定基準(WLTP)認証手続きの遅れによる供給不足もあって前年比で微増にとどまった。中国市場は自動車取得税減税の打ち切り(17年末)、米中貿易摩擦の影響などで18年は28年ぶりの前年割れとなった。中国政府は19年1月に新車買い替え補助を打ち出しており、その効果と米中貿易摩擦の影響などを見極める必要がある。

自動車業界ではCASE(コネクテッド、自動運転、シェアリング、電動化)に表わされる次世代技術の開発が本格化しており、大きな変革期を迎えている。これらの事業環境の変化に対応するため、電動化では新技術の開発コストの分担に加え、開発した技術の共有化や標準化を目指してアライアンスが増加している。自動運転では自動車制御技術(アクセル、ブレーキなど)に加え、データ解析技術(道路状況、地図情報などの解析)に対応するため、IT企業など業種の垣根を越えたアライアンスが拡大している。

### 2. 決算動向

上場自動車メーカー8社(トヨタ自動車の連結対象の日野自動車を除く)の19/3期の世界新車販売台数は前期比0.4%増の27,716千台となった。19/3期営業利益(8社計)は前期比11.5%減益の4兆4,036億円。売上高営業利益率は16/3期7.9%をピークに伸び悩んでおり、19/3期は6.0%に低下した。営業増減益分析(大手3社)でみると、主な増益要因が「台数・車種構成」2,453億円、「コスト削減効果」(原価改善、原材料価格変動、固定費増減など)1,871億円、主な減益要因が「為替変動の影響」2,757億円や諸経費増加である。「為替変動の影響」のマイナス影響を除いても204億円の減益であった。「コスト削減効果」では、鋼材などの原材料価格上昇が原価低減効果を一部打ち消した。「台数・車種構成」では米中市場での新車販売の減速やインセンティブ(販売奨励金)増加が重荷となった。「為替変動の影響」では新興国通貨安の影響が大きくなっている。

日系メーカーには米国市場への利益依存度が高いメーカーが多い。同市場では日系メーカーが得意とするセダンからSUVやピックアップトラックなどに需要がシフトし、セダンを中心にインセンティブがかさんでいる。また固定費(人件費、環境・安全の基準を満たすための製造開発コスト)の増加で収益性が低下し、

北米セグメントの営業利益率(大手3社)は11/3期7.0%から19/3期2.0%まで低下した。そのような中でも、トヨタ自動車の場合、ライトトラックの生産能力強化や新型車投入、インセンティブのコントロールなどによって、同事業の営業利益(特殊要因を除いたベース)は18/3期1,321億円から19/3期1,441億円へと増益に転じ、収益性低下に歯止めがかかりつつある。

財務面では、販売金融を除いた自動車事業におけるネットキャッシュ金額(手元流動性と有利子負債の差、トヨタ自動車は総資金量ベース)は19/3期末約11.4兆円(大手3社計)で前期末と同レベルであったが、09/3期末約1.7兆円からの増加基調は続いている。電動化や自動運転技術など開発面での競争が激化しており、研究開発費、設備投資は増加傾向にある。19/3期の設備投資(8社計)は前期比9.0%の増加となり、リーマンショック前の08/3期の水準を超えた。

### 3. 業績予想における格付上の注目点

20/3期業績予想(8社計)については、世界新車販売台数は前期比0.1%増とほぼ横ばい、営業利益は同2.3%増の計画である。8社中5社が営業増益計画であるが、米中貿易摩擦の影響が更に強まる可能性もあり、不透明感が残る。営業増減益分析(大手3社)では主な増益要因が「コスト削減効果」2,120億円、主な減益要因が「為替変動の影響」2,600億円である。「為替変動の影響」については、円/米ドル想定レートは1ドル=110円の会社が多く(19/3期111円程度)、米ドル以外の通貨のマイナス影響を想定する会社が多い。原材料価格上昇の影響は19/3期ほどではないが、一定の金額を織り込んでいる会社が多く、「コスト削減効果」の水準は依然低い。

日系メーカーにとっては北米事業の収益性改善が喫緊の課題となっている。ニーズに合った柔軟な新車投入、ディーラーの育成・サポートなどによってブランド力を高め、インセンティブを抑制することが重要である。トヨタ自動車はニーズに合わせライトトラックの生産能力強化を進めており、マツダは米国販売ネットワーク改革に注力している。日産自動車は同市場において台数重視の方針を転換し、商品力の強化、ブランド価値の向上、個人向けの小売りへの集中を進める方針である。各社の具体的施策の実施と収益性改善の進捗が注目される。

中国市場は18年夏以降、前年割れが続いているが、日系大手メーカーの販売は商品力の強さを背景に比較的堅調に推移している。トヨタ自動車の場合、今回の決算で初めて開示した中国事業の利益(中国連結子会社の営業利益と中国持分法適用会社の持分法投資損益の合計)は18/3期2,182億円から19/3期2,555億円に増加した。事業環境が予断を許さない中、各社の販売拡大に向けた取り組み状況に注目している。

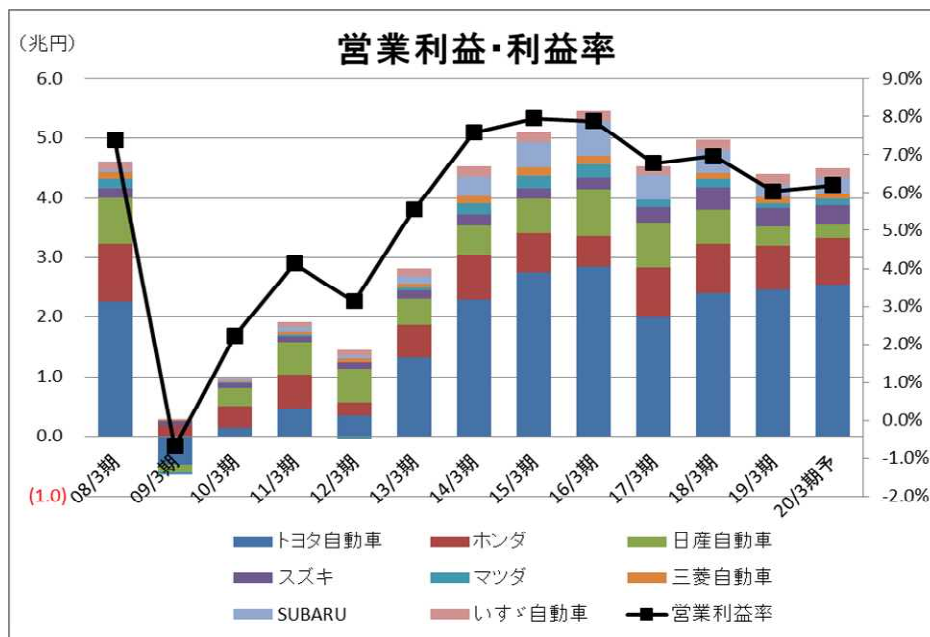
保護主義的な通商政策やブレグジットといった政治問題は、中期的に業績を見通す上での不透明要因である。足元で加熱している米中貿易摩擦の影響に加え、日米間において米国政府が検討しているとされる自動車及び関連部品の関税引き上げや輸出数量規制は、現実化した場合、会社によっては多額の影響がでる可能性がある。関税引き上げについては、課税コスト増加分を販売価格にどの程度反映させるか、残りを自助努力でどう吸収するか、など大きな経営課題となる。ブレグジットについては、英国に生産拠点を置くメーカーにとって課税コスト増加のリスクに加え、離脱プロセスでの混乱、物流の停滞、英国の国内景気への影響も懸念される。

各国が環境規制を強化する中で、EV(電気自動車)を含む電動化への対応が遅れると自動車メーカーは販売面で競争力が低下し、環境規制に対応できない場合はペナルティが発生する可能性がある。EUにおける自動車に対するCO<sub>2</sub>排出量規制では1キロメートル当たりの平均CO<sub>2</sub>排出量によってペナルティが科せられる。足元でこのペナルティが減益要因となっているケースもみられる。

20/3期の設備投資(8社計)は前期比6.6%増の計画であり、CASEへの対応など将来を見据えて積極的な投資を続けていく方針のメーカーが多い。開発競争が激化する中でいかに財務体質を維持強化していけるかに注目している。

(担当) 窪田 幹也・上村 暁生

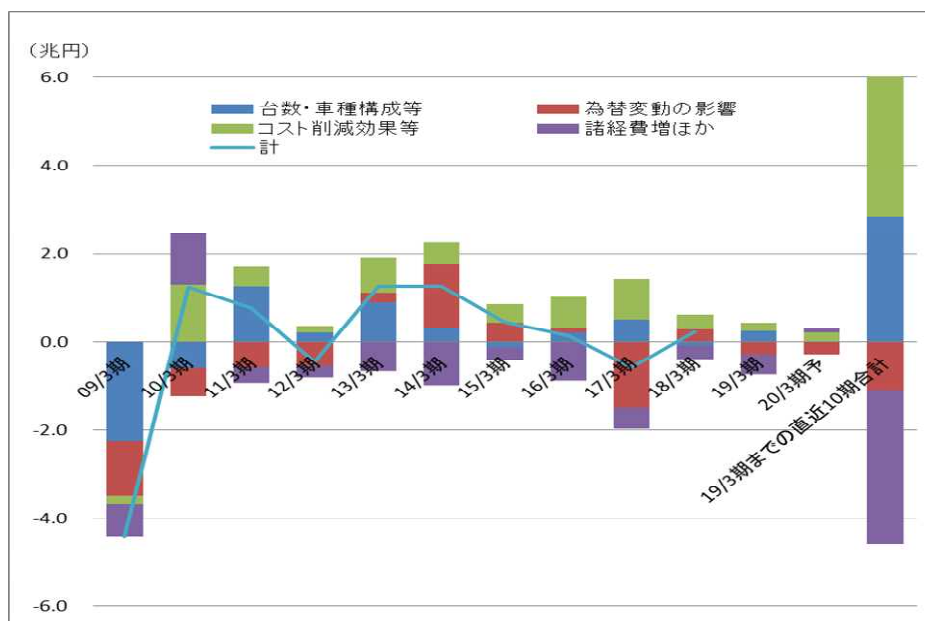
(図表 1) 上場自動車メーカー（8 社計）の連結営業利益、利益率の推移



(出所:各社決算資料より JCR 作成)

※上場 9 社のうち、トヨタ自動車の連結対象である日野自動車を除く。

(図表 2) 大手 3 社の営業利益増減要因



(出所:各社決算資料より JCR 作成)

※大手 3 社はトヨタ自動車、ホンダ、日産自動車。

**【参考】**

- 発行体：日産自動車株式会社  
長期発行体格付：AA- 見通し：安定的
- 発行体：いすゞ自動車株式会社  
長期発行体格付：A+ 見通し：安定的
- 発行体：トヨタ自動車株式会社  
国内 CP 格付：J-1+
- 発行体：マツダ株式会社  
長期発行体格付：A- 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ことを問わず、当該情報の正確性、結果的正確性、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んを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であることを問わず、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