

## 自動車メーカー大手各社の18/3期決算の注目点

自動車メーカー大手各社の18/3期決算および19/3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

上場自動車メーカー8社(トヨタの連結対象の日野自動車を除く)の17年度の世界新車販売台数は前年度比3.1%増の27,617千台となった。中期的にみれば世界新車販売は緩やかな成長が続く見通しであるが、足元では地域によるバラツキがみられる。日産自動車の17年度決算報告資料によると、世界新車需要の伸び率は17年度実績+1.9%、18年度予想+2.0%、主要市場では日本が同様に+2.4%、▲1.9%、米国が▲1.0%、▲2.9%、欧州(ロシア含む)が+2.7%、+1.2%、中国が+1.8%、+6.3%となっている(中国のみ暦年ベース)。

17年度の日本市場の伸びは16年度の燃費性能試験不正問題のマイナス影響の反動の部分が大きく、中長期的に需要は緩やかに縮小していくと予想される。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。今後はNAFTA(北米自由貿易協定)の再交渉など通商政策のリスクも残る。欧州市場は緩やかに拡大しつつあるものの、英国のEU離脱といった政治問題などの不透明要因もある。中国市場は小型車減税政策の終了で伸びは鈍化したが、足元でSUV(多目的スポーツ車)の販売好調がけん引している。その他では東南アジアがタイなどを中心に回復がみられる一方で、中近東は需要低迷が続いている。

自動車業界は各国での環境規制強化などを背景にEV(電気自動車)の開発が加速しつつあり、また自動運転技術の開発競争も激しくなっている。これらの新技術への対応が急務となっている一方で、保護主義的な通商政策の台頭は課税コストの増加リスクとして懸念される。このような事業環境の中、EV化などの技術開発に対応するため、また海外現地生産を拡充するために提携の事例が増加している。一例として、マツダはトヨタ自動車と17年8月に業務資本提携に関する合意書を締結し、電気自動車の共同技術開発や米国での完成車の生産合弁会社設立などを進めている。

### 2. 決算動向

18/3期は新車販売台数の増加に為替の円安効果も加わり、売上高(8社計)は前期比7.0%増となり、営業利益は同9.7%増益の4兆9,732億円となった。営業利益増減分析(トヨタ自動車、ホンダ、日産自動車の3社)で見ると、主な増益要因が「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)3,306億円、「為替変動の影響」2,822億円、主な減益要因が「台数・車種構成」759億円や諸経費の増加である。営業利益の期初予想は前期比11.5%の減益であったが、円安効果により「為替変動の影響」が期初予想の2,650億円の減益要因から2,822億円の増益要因に転じたことが主な上振れ要因である。「コスト削減効果」については、鋼材などの原材料価格上昇がコスト削減効果の一部打ち消し、例年より小さい額になっている。「台数・車種構成」は米国などでの厳しい収益環境を背景に減益要因となっている。

日系メーカー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ている。乗用車は競争激化の中で、新車の値引き原資となるインセンティブ(販売奨励金)がかさみ、利益を押し下げた。北米セグメントの営業利益(大手3社)は17/3期9,976億円から18/3期6,172億円に4割近い減益となった。日産自動車の17年度決算報告資料によると18/3期で米国でのインセンティブは604億円の減益要因となっている。

財務面では、利益蓄積に加え、円安による為替換算調整勘定の増加により、18/3 期末の純資産は各社とも増加した。自己株取得を進めた会社もあったが財務指標への影響は限定的であった。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）については、トヨタ自動車と日産自動車の合計で18/3 期末約9.8兆円まで増加した（08/3 期末約3.1兆円）。大手以外の動きをみても、マツダは17/3 期末に354億円のネットキャッシュポジションに転じ、18/3 期末でも1,070億円のネットキャッシュポジションを維持している。

### 3. 決算における格付上の注目点

19/3 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2.4%増と自動車販売そのものは堅調に推移する見通しである。しかし、売上高は円高の影響で同0.2%増にとどまり、営業利益は同8.1%の減益の計画である。売上高営業利益率は18/3 期6.9%から6.4%に低下する見通しである。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」2,610億円、主な減益要因が「為替変動の影響」5,720億円であり、「為替変動の影響」のマイナス影響を除くと3,037億円の増益となる。「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=105円の会社が多く（18/3 期111円程度）、輸出採算の悪化が想定されている。近年の海外販売拡大に伴い、米ドル以外の通貨のマイナス影響拡大を想定する会社もある。原材料価格上昇の影響は18/3 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」の水準は依然低くなっている。設備投資は前期比9.9%増の計画であり、自動車の電動化や自動運転技術など将来を見据えて積極的な投資を計画している会社が多い。

業績への影響という点では、為替動向に加え、インセンティブがかさんでいる米国での利益減少を抑えられるかが注目される。足元ではセダンの主力車種のモデルチェンジなどによりインセンティブを抑制したり、SUVの生産体制を強化している会社もある。

米国の保護主義的な通商政策や英国のEU脱退といった政治問題は課税コストの増加リスクとして懸念される。NAFTAの見直しで関税が引き上げられれば、米国での現地生産拡大などの対応や、課税コスト増加をどうやって吸収するかという問題が出てくる。

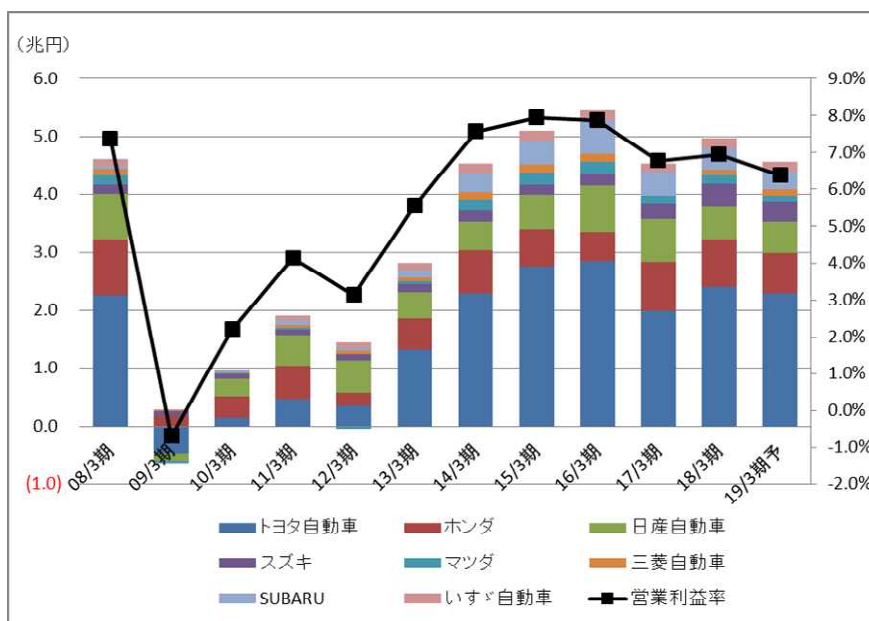
EV化については、中長期的にEVの販売台数拡大が自動車メーカーにとってコストアップにつながる可能性が高い。トヨタ自動車のTNGA（Toyota New Global Architecture）や日産自動車の新世代車両設計技術CMF（Common Module Family）など開発効率向上によって現状の収益性を維持していけるか注目される。またEVは内燃機関を必要としないため構造は比較的単純であり、日系メーカーが得意としてきた部品の「擦り合わせ」技術の重要性が低下する可能性がある。内燃機関のエンジンは今後もかなりの長期間、車の主要なパワートレインであり続けると思われるが、EVが主流となる時期が到来した場合に、自動車メーカーだけでなく系列部品メーカーの製品転換などを含めグループとして柔軟な対応ができるように準備することが求められよう。

自動車の電動化、自動運転技術など技術開発で競争が激化しており、設備投資や研究開発費は増加傾向にある。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が重要である。

独フォルクスワーゲン社のディーゼルエンジン車の排ガス不正問題、三菱自動車の燃費性能試験での不正問題に続き、17年は日産自動車とSUBARUの完成検査問題（国内工場の完成検査工程における不適切な取扱いの問題）が注目された。法令順守や経営管理体制の観点で重い問題であり、ブランドイメージや自動車販売への影響、再発防止策の実効性などについて引き続きフォローしていく。

（担当）窪田 幹也・上村 暁生

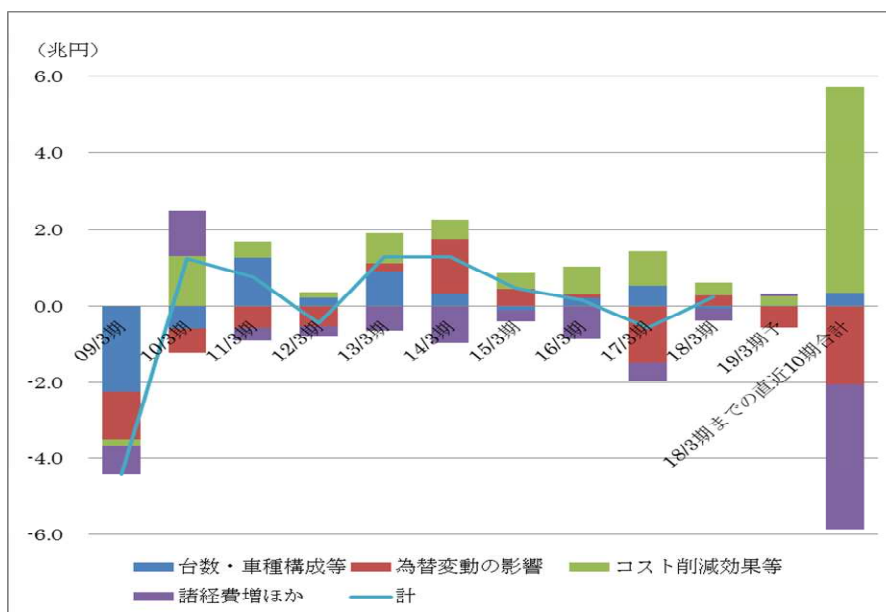
(図表 1) 上場自動車メーカーの連結営業利益、利益率の推移



(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：ポジティブ
- 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