

~ 海外情報 ~ [自動車]

2004年1月12日 全27頁

## 米国自動車企業 2004 年見通し



大和総研アメリカ  
林 真吾

### 市場環境は明るいが株価はピークか

- 2004年の米国市場販売台数は、2003年から若干増加して1680万台と予想する。ゼロ金利キャンペーンの反動については大きな懸念を持っていない。自動車需要の大半を占める更新需要は、今後、堅調に推移することが見込める。
- 2004年1月4日より、デトロイトで毎年恒例のオートショーが開催されている。2003年は小型トラックの新車投入が充実していたが、2004年はBig3を中心に乗用車の新車投入が相次ぐ。
- 2004年はGMもフォードも前年比2桁の増益の見込み。主な要因は自動車事業で、それぞれ3~4倍の利益拡大を予想。減益が見込まれる金融事業を十分に相殺することとなろう。売上面ではフォードの伸び率がGMより高いと予想、コスト面ではGMが有利な状況が続くと予想する。
- GMはレーティング3、目標株価は50ドル、フォードのレーティングは4、目標株価は10ドルとする。自動車市場のファンダメンタルズは明るい方向にあるものの、高いバリュエーションが許容されなくなる時期が近いと予想し、現在の自動車企業の株価はピークに近いと考える。

#### ユニバース

業界	会社名	ティッカー	株価(\$)	日付	タイム	レーティング	目標株価 (US\$)	52週		時価総額 (百万ドル)
								終値 / 日中	1,2,3,4,5	
自動車	Ford Motor Company	F	16.56	01/09/2004	終値	4→4	10	17	7	29,149
	General Motors	GM	53.81	01/09/2004	終値	2→3	50	56	30	30,174

Important disclosures, including any required research certifications, are provided on the last four pages of this report.

このレポートは、投資の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を意図するものではありません。投資の決定はご自身の判断と責任でなされますようお願い申し上げます。記載された意見や予測等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることがあります。内容に関する一切の権利は大和総研にあります。事前の了承なく複製または転送等を行わないようお願いいたします。株式レーティング記号は、今後6ヶ月程度のパフォーマンスがS&P500 Indexの騰落率と比べて、1=15%以上上回る、2=5~15%上回る、3=±5%未満、4=5~15%下回る、5=15%以上下回る、と判断したものです。著作権、免責事項等、本レポート配布に関わる情報は最終頁に示されています。



【目次】

1	2004年米国自動車市場見通し	P3
	・ 2003年米国自動車市場の回顧	
	・ 自動車市場を取り巻くマクロ環境	
	・ 回帰式による定量的な販売台数予想	
	・ これまでのゼロ金利キャンペーンの反動は？	
	・ 堅調な更新需要	
2	新車投入の状況	P8
	・ 2003年：小型トラックが充実	
	・ 2004年：乗用車が充実	
	・ GMの新車投入	
	・ フォードの新車投入	
3	業績見通し	P12
	・ 概要	
	・ GM	
	会社ガイダンス	
	自動車事業見通し	
	金融事業見通し	
	・ フォード	
	会社ガイダンス	
	自動車事業見通し	
	金融事業見通し	
4	投資判断	P18
	・ レーティングと目標株価	
	・ バリュエーション：PER8倍を適用する理由	
	附属資料： 米国自動車市場のシェア推移	P21

## 1. 2004 年米国自動車市場見通し

**2004 年の自動車販売は4年ぶりに増加へ**

2004 年の米国の小型車（乗用車+小型トラック）販売台数は 1680 万台を予想する。マクロ指標のコンセンサス予想から考えれば、前半は年率 1700 万台程度の高水準で推移し、後半は 1650 万台程度に減速気味となる可能性が高いだろう。一方、価格競争については、販売台数が 2003 年より増えるにもかかわらず、収束は当分先となる。インセンティブは減るに越したことはないが、GM やフォードは価格よりも台数維持が優先事項であり、販売台数減少の兆しが少しでも見えれば、これまで通りにインセンティブを利用する可能性が大きいためである。

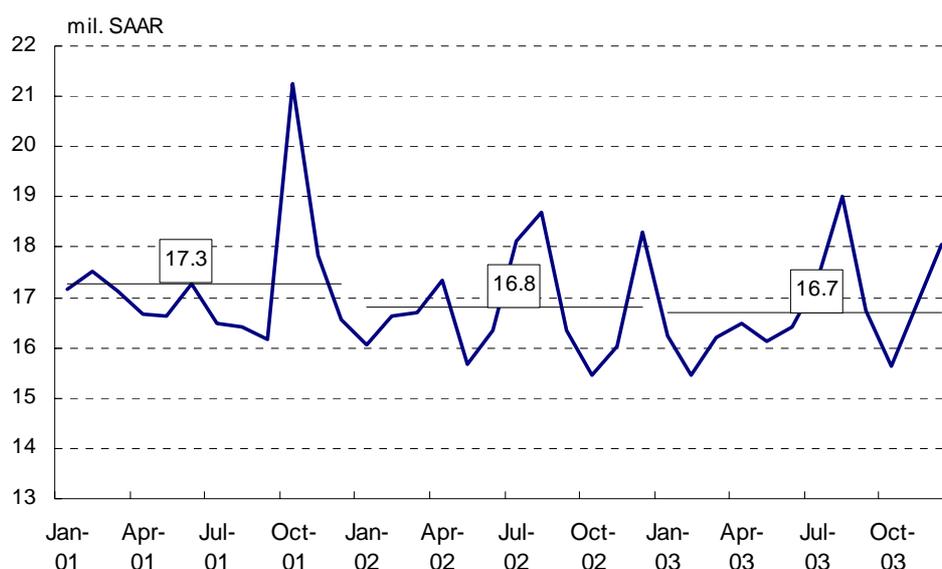
## 2003 年米国自動車市場の回顧

**後半の追い込みが強かった 2003 年**

2003 年は後半の追い込みが予想以上に強かった年であった。第 1 四半期はイラク戦争の勃発など明らかなネガティブ要因が存在したため、今から見れば低空飛行の水準である年率 1600 万台近辺を推移した。続いて第 2 四半期に入ると、年率 1600 万台前半へシフトして、第 1 四半期から若干戻したものの、ゼロ金利キャンペーンを大々的に広げた割には伸び悩んだという印象が強い。ゼロ金利に代わる効果的な販促キャンペーンがあったわけでもなく、手詰まり感が漂っていた。

しかし、第 3 四半期はマクロの回復が予想以上のものとなり、1700 万台後半のハイペースで推移。第 2 四半期の手詰まり感は一掃し、自動車市場への見方が一気に楽観的な方向へ向かった。第 4 四半期に入ると、第 3 四半期のハイペースの反動も一時見られたものの、改善を示すマクロ指標がさらに多くなり、自動車販売は総じて堅調に推移。最終的に、2003 年の販売台数は約 1670 万台となって、2002 年から減少したものの、予想を上回る結果となった。

図表 1： 米国小型車（乗用車+小型トラック）販売台数 年率換算



(注) 囲み数字はそれぞれ年間の数値を示す

(出所) Haver Analytics、Ward's Automotive

## 自動車市場を取り巻くマクロ環境

## マクロ指標は明るい材料が多い

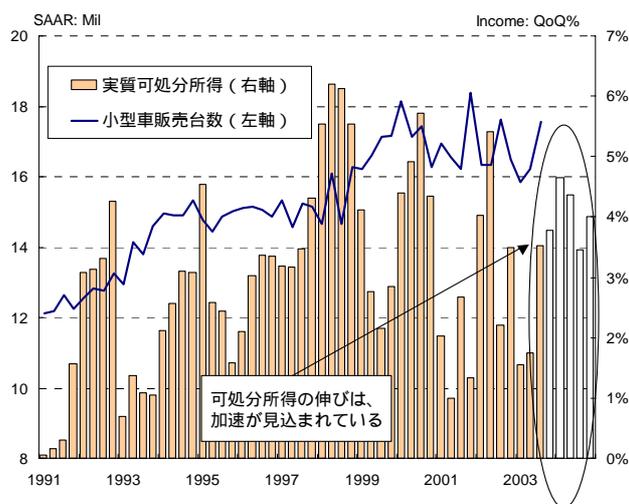
可処分所得、金利、消費者マインドといった自動車市場と関係の深いマクロ指標は、1年前と比べると明るい材料が多い。1年前のこれらの3指標は、自動車市場にとって横ばいあるいはネガティブに作用する方向にあった。現在は、少なくとも可処分所得と消費者マインドの2つについては、自動車市場にとってポジティブな方向に作用している。

2003年の実質可処分所得の成長率は+2.6%程度となる見込みだが、2004年は+4.1%が予想されており、実質可処分所得は加速が見込まれている（数値はいずれも2003年12月10日付けブルーチップ・コンセンサス）。特に2004年前半は高い伸びが予想されており、2003年第3四半期に見られたように、自動車販売に好影響を与えることが期待される。

消費者マインドは改善に転じている。消費者マインドに大きな影響を与える失業率は、今後緩やかながらも低下すると予想されている。失業率の水準そのものは90年代後半と比較すればまだ高く、消費者マインドがどれくらい改善するかは不透明な部分もあるかもしれないが、消費者マインドの改善方向は続く可能性が高いと考えられる。

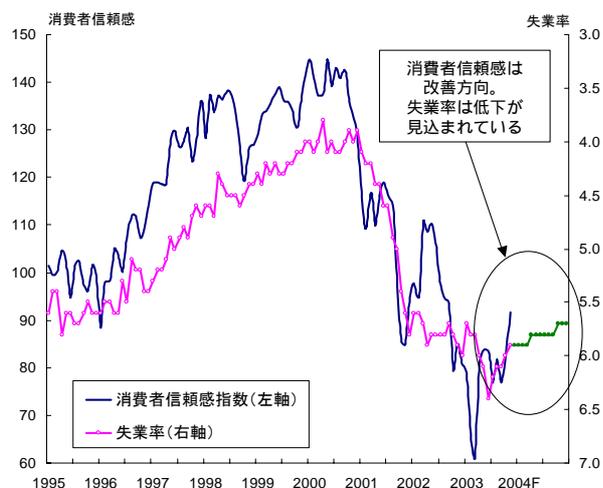
2004年の自動車のリスクファクターは金利。ブルーチップが行ったエコノミストへのアンケートによれば、2004年末のFFレートの誘導水準平均は1.77%。現在の誘導水準が1.00%であるから、75ベース程度の金利上げが予想されていることになる。また、ゼロ金利の5年ローンへの適用は珍しくなくなり、最近では6年ローンへの適用も見られるなど、ゼロ金利の対象拡大はほぼ限界のところまで来ている。金利が自動車販売にポジティブに作用する余地は非常に限られており、マクロ環境からもネガティブに作用する可能性の方が高い。ただ、これまでと同様に、金利が急上昇する可能性は低いと考えられるため、金利の悪影響は限定的なものにとどまると考える。

図表2：可処分所得と自動車販売



(出所) Haver Analytics, Blue Chip を基に DIRA 作成

図表3：消費者信頼感と失業率



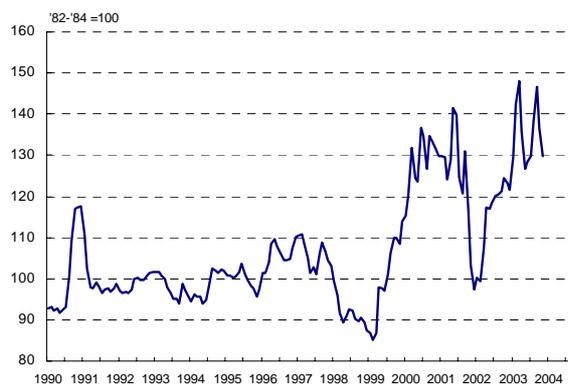
(出所) Haver Analytics, Blue Chip を基に DIRA 作成

図表 4 : 新車ローン金利



( 出所 ) Haver Analytics

図表 5 : ガソリン価格



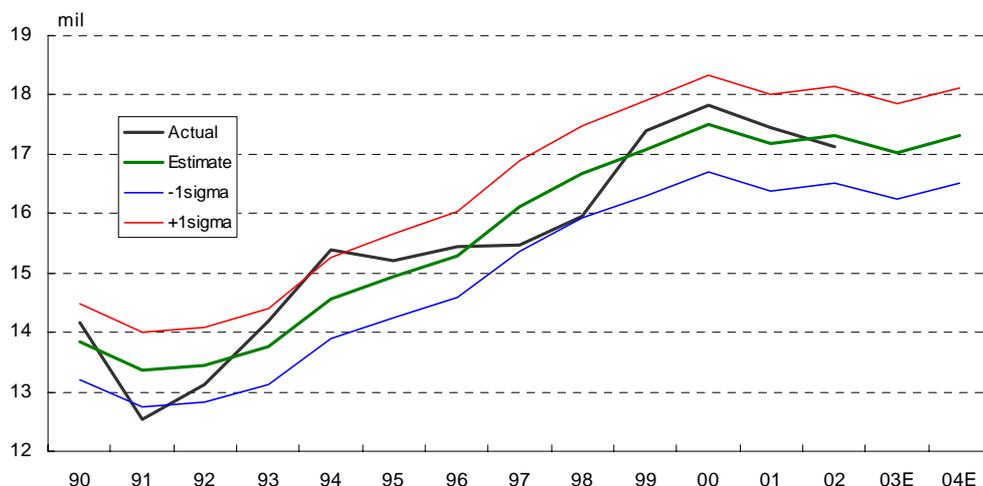
( 出所 ) Haver Analytics

**2003年から30万台程度の増加**

回帰式による定量的な販売台数予想

図表 6 は、米国自動車販売台数を、実質可処分所得・金利・消費者信頼感指数の 3 変数で対数回帰し、2004 年に伸ばしたものの。2004 年の前提は、実質可処分所得がブルーチップのコンセンサス予想、新車ローン金利は 2003 年から年平均で 75 ベーシスの上昇、消費者信頼感指数は年平均で 90 台前半の非常に緩やかな改善としている。これまで自動車販売を支えてきたインセンティブなど重要な要素も欠けているため、参考程度ではあるが(ただし、インセンティブの一部は金利で説明されている)、回帰式から得た結果は、2004 年の販売台数が 2003 年から 30 万台程度の増加というもの。したがって、2004 年に販売台数が増加するとの見通しは過度に強気なものではないと考える。

図表 6 : 回帰式による自動車販売台数予想



注 1) 総自動車販売台数(中・大型も含む数値)を、実質可処分所得・新車ローン金利・消費者信頼感指数の 3 変数で、1990 年第 1 四半期～2003 年第 3 四半期のデータから対数推計。説明変数にラグは使用していない。修正 R2=0.822

(注 2) グラフは煩雑さを避けるため、年次ベースに直した

(注 3) 上記は中・大型を含むベースの数値。中・大型は年間約 30～40 万台の販売台数がある

(出所) DIRA

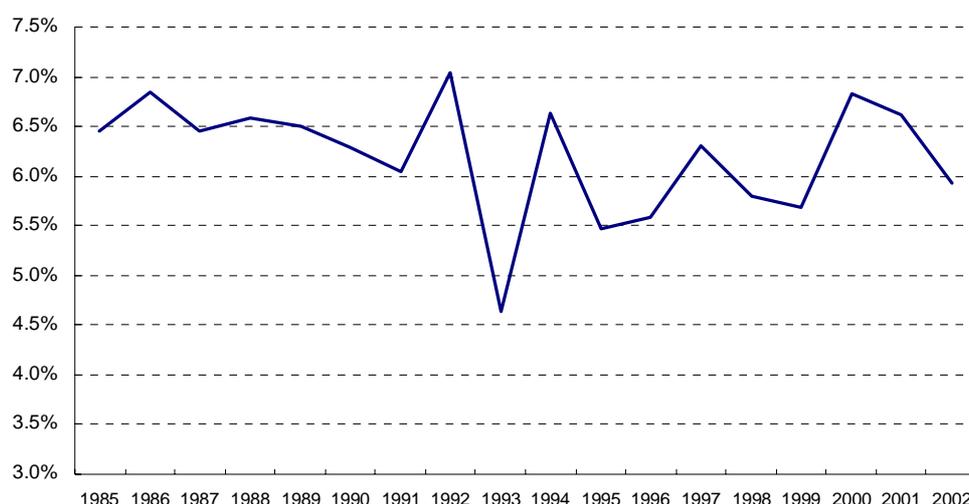
## 大きな懸念はない

これまでのゼロ金利キャンペーンの反動は？

米国自動車市場については、これまでのゼロ金利キャンペーンの反動が指摘されることも多いが、この点について大きな懸念は持っていない。自動車登録台数のデータからは、更新需要の先食いを観察できないためである。これまでのような月次単位での反動は今後も観察されるかもしれないが、その反動が長期化する可能性は小さいと考えている。

ゼロ金利が更新需要を先食いしたのであれば、スクラップ率は上昇すると考えられる。しかし、2001年7月～2002年6月のスクラップ率は5.9%で、前年同期の6.6%から大きく下がった。過去10年間のスクラップ率の平均は6.0%で、2001年7月～2002年6月のスクラップ率は過去平均も下回る水準。ゼロ金利は2001年10月に開始されたから、2001年7月～2002年6月はゼロ金利を9ヶ月含んでいる。もちろん、2002年後半から先食いが発生している可能性は否定できないが、少なくとも、ゼロ金利導入後3四半期で、先食いの現象は現れていない。

図表7：スクラップ率の推移



(注) 当年6月末の登録台数を基に算出。2002年の場合、2002年6月30日の登録台数が基となる。  
(出所) Ward's Automotive Database

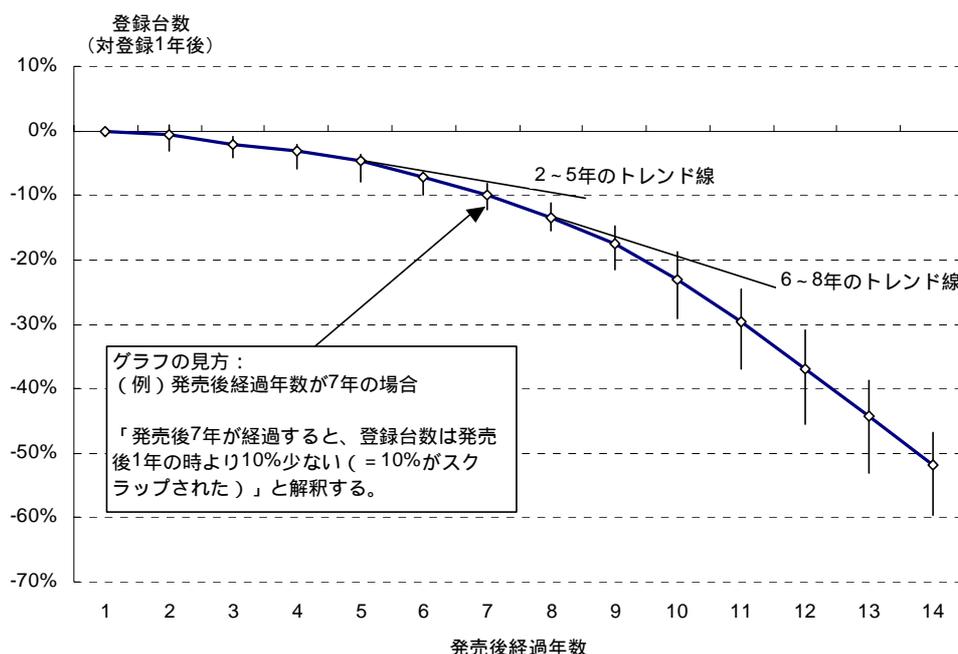
## 更新需要は堅調に推移しよう

### 堅調な更新需要

自動車需要の大半を占める更新需要は、今後、堅調に推移することが見込める。図表8はモデル発売年から経過した年数と登録台数の推移を示したものの。これを見ると、発売後6年経過から登録台数減少のピッチが早まりだし、9年を超える辺りから登録台数の減少がさらに進んでいくことが観察される。この観察から、自動車の本格的な更新は発売後9年を経過した辺りから始まると考えられる。これは、図表9に示したように、登録9年以上もしくは10年以上の自動車登録台数が増加すると、販売台数も増加する傾向が見られることから類推される。

登録9年以上の自動車は2002年、10年以上の自動車は2003年に、それぞれ横ばいから増加に転じたと見られる。したがって、更新需要は堅調に推移することが見込まれ、2004年の自動車販売を下支えすることとなる。

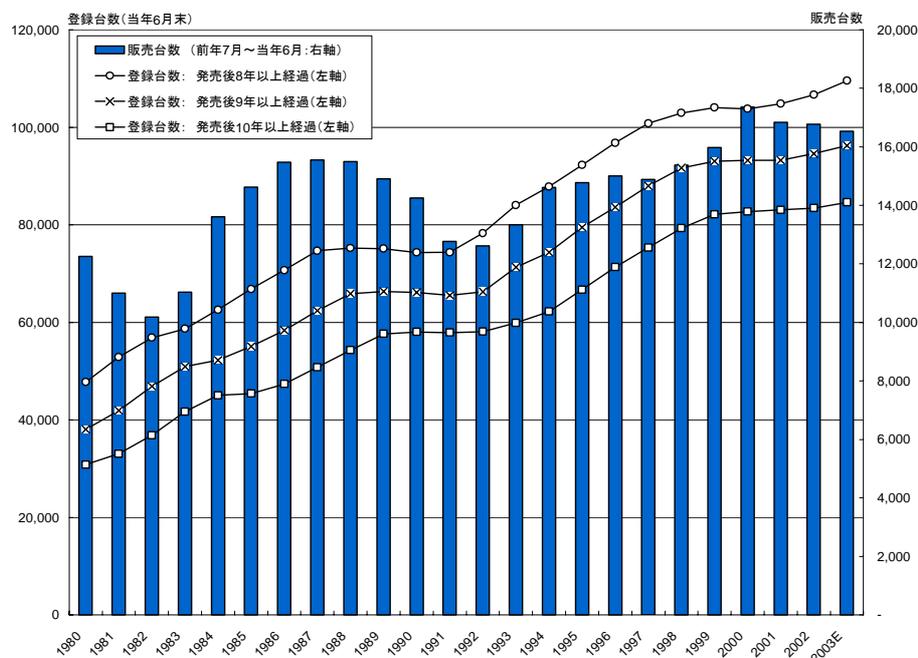
**図表 8 : 発売後経過年数と登録台数**



(注) 1980~2000年の各モデルイヤー(前年10月~当年9月)の登録台数が、時間の経過と共にどのように減少していくのかを、発売後1年時の登録台数を基準にして算出し、各経過年数のメディアンをプロット。各経過年数におけるばらつきは細線で表示。

(出所) Ward's Automotive Database より DIRA 作成

**図表 9 : 自動車登録台数と自動車販売台数**



(注) 一部推計

(出所) Ward's Automotive Database より DIRA 作成

## 2. 新車投入の状況

GM とフォードの北米地域のシェア前提を置くにあたって、新車投入は重要なポイントであろう。図表 10 に主要 6 社の新車投入の状況を示した。新車投入はもちろん、2004 年に投入されるモデルに注目が集まるが、その大半は年後半に投入される。そのため、年間を通じてシェアに寄与するという観点からは、2003 年に投入された新車も考慮したい。

### 2003 年：小型トラックが充実

2003 年の米国自動車市場は、「シボレー・マリブ」や「アキュラ TL」など乗用車の新車投入もあったが、全般的に小型トラックの投入が充実していた年であったと言えるだろう。例えば、米国の最量販車種であるピックアップの「フォード・F シリーズ」、高級 CUV の代表車種の 1 つである「レクサス・RX330」、「トヨタ・シエナ」や「日産・クエスト」といったヴァンの投入である。

### 2004 年：乗用車が充実

#### **Big3 が積極的に 乗用車を投入**

これに対して 2004 年の米国自動車市場は、乗用車の投入が充実する年となる。GM の乗用車強化戦略が本格化するほか、2003 年に乗用車の新製品投入がほとんどなかったフォードやクライスラーでも、本格的な製品投入が予定されている。日本メーカーからも乗用車の投入が見込まれる。

一方、小型トラックで面白くなりそうなのがヴァン。2003 年にフォード・トヨタ・日産が新製品を投入したところへ、2004 年は GM が新製品を投入する。ヴァンに強いクライスラーも、フルモデルチェンジまではいかないもの、既存モデルの手直しを行う。米国のヴァン市場が 3 年連続で縮小するという環境の下で新製品投入が相次ぐことで、競争の激化が予想される。

図表 10 : 主要自動車企業の米国市場投入モデル ( 2003 ~ 2004 年 )

	2003		2004	
	乗用車	小型トラック	乗用車	小型トラック
GM	Chevrolet Malibu (Middle) Cadillac XLR (Specialty) Pontiac GTO (Luxury) Chevrolet Aveo (Small)	Cadillac Escalade ESV (SUV) Buick Rainier (SUV) Chevrolet Colorado / GMC Canyon (Pickup) Cadillac SRX (CUV)	Chevrolet Cobalt (Small) Pontiac G6 (Middle) Chevrolet Corvette (Specialty) Cadillac STS (Luxury) Saab 9-2x Buick La Crosse (Middle)	Chevrolet Equinox (CUV) Chevrolet Uplander / Pontiac Montana SV6 (Van) Buick Terazza / Saturn Relay (Van)
フォード	Jaguar XJ (Luxury)	Ford F-Series (Pickup) Ford Freestar / Mercury Monterey (Van) Range Rover (SUV)	Ford Five Hundred / Mercury Montego (Large) Ford Mustang (Specialty) Ford GT (Specialty) Volvo S40 (Middle)	Ford Freestyle (CUV) Mercury Mariner (CUV) Land Rover Discovery (SUV)
クライスラー	Chrysler Crossfire (Specialty)	Chrysler Pacifica (CUV) Dodge Durango (SUV) Dodge Sprinter (Van)	Chrysler 300 (Luxury) Chrysler LXi (Large)	Dodge Dakota (Pickup) Jeep Grand Cherokee (SUV) Dodge Magnum (CUV)
トヨタ	Scion xA (Small) Scion xB (Small) Prius (Specialty)	Lexus RX330 (CUV) Sienna (Van)	Avalon (Large) Lexus IS300 (Large) Echo (Small) Scion tC (Small)	Tacoma (Pickup)
ホンダ	Acura TSX (Luxury) Acura TL (Luxury)		Acura RL (Luxury)	Odyssey (Van)
日産	Maxima (Middle)	Quest (Van) Titan (Pickup) Pathfinder Armada Infiniti FX45 (CUV)		Xterra (SUV) Frontier (Pickup) Infiniti QX56 (SUV) Pathfinder (SUV)

( 出所 ) 各種資料より DIRA 作成

## GMの新車投入

**2003年投入製品は台数拡大にはやや弱い**

2003年のGMは新製品の種類は多かったが、投入した新車種はニッチ製品も多く、販売台数に占める新製品の割合は10%程度に留まりそうである。「キャデラック」ブランドの製品投入が相次ぐなど、製品ポートフォリオは充実させたが、台数シェア拡大の観点からは、やや弱いかもしれない。

2003年に投入した製品で、今後のシェア拡大に有意に働く可能性があるのは、中型乗用車の「シボレー・マリブ」と、ピックアップの「シボレー・コロラド/GMC・キャニオン」であろう。前者はGMの平均月間販売台数(2003年1~11月)の3.6%、後者は3.1%(前モデルの「S-10」を含む)をそれぞれ占めている。

**2004年は乗用車強化が本格化**

一方、2004年は、GMの乗用車強化戦略が本格化する年となる。販売台数に占める新製品の割合は20%弱になると推定され、これは理想的な数値に近いと考えられる。

2004年の新製品で最も注目を浴びるのは、スポーツカーの「シボレー・コルベット」だろうが、今後の台数シェアの動向という点では、小型乗用車と中型乗用車の主力車種のモデルチェンジが注目されよう。小型では「シボレー・コバルト」が現在の「シボレー・キャバリエ」の後継として、中型乗用車で「ポンティアック・G6」が現在の「ポンティアック・グランダム」の後継として、それぞれ投入される予定。

GMは、2000~2001年にかけてのSUV強化を成功させ、シェア低下に歯止めをかけた。SUVに続いて乗用車強化戦略を成功させれば、シェア拡大も夢ではない。他社から投入される2004年の乗用車は高級車や大型車が多く、小型や中型の投入は比較的少ない。それだけに、GMが小型・中型で量販車種の新製品をこのタイミングで投入することは、シェア拡大に繋がる期待を高めるものといえよう。もちろん、この分野は日本車が非常に強く、簡単にシェアを取れるものではないだろうが…。

2004年投入モデルでもう一つ期待したいのが、3月に投入が予定されている「シボレー・エキノックス」。GMはCUVの量販車種で大幅に出遅れているため、この投入で他社にキャッチアップするだけでもポジティブ。3月投入という時期も、2004年の販売台数に含まれる割合が多くなるため、他の新車に比べてシェアに寄与する期待度は高い。

図表 11：シボレー・コバルト



(出所) 2004年デトロイトオートショーでDIRA撮影

図表 12：シボレー・エキノックス



(出所) 2004年デトロイトオートショーでDIRA撮影

### フォードの新車投入

#### 「Fシリーズ」投入で現在の新製品割合は高い

2003年のフォードは、販売台数の20%以上を占める「Fシリーズ」がモデルチェンジされ、さらに「フォード・フリースター」「マーキュリー・モンテレー」のヴァン2車種が加わった。販売台数に占める新製品の割合は25%近くに達すると推定される。2004年は、新「Fシリーズ」がフル寄与することで、シェア拡大の期待も出来るかもしれない<sup>1</sup>。ただ、2003年は乗用車の投入がほとんどなかったのがネック。

#### 2004年の新車投入は車種が増加

2004年のフォードの新車投入は、「Fシリーズ」一色に近かった2003年とは異なり、バラエティが増える。スポーツカーでは「フォード・マスタング」がモデルチェンジされるほか、「フォードGT」が投入される。乗用車では、現行の中型乗用車「トールス」より一回り大きい「フォード・ファイブ・ハンドレッド」「マーキュリー・モンティゴ」が投入予定。小型トラックでは、ステーションワゴンに似た「フォード・フリースタイル」の投入が予定されている。

「フォード・マスタング」は年間15万台程度の販売台数があり、フォードの平均月間販売台数の約4%を占める。また、「フォード・ファイブ・ハンドレッド」と「フォード・フリースタイル」は、それぞれ年率換算で12万台強の販売台数を見込んでいる模様。これらを合わせると、2004年の販売台数に占める新製品の割合は、10%台前半と推定される。

なお、2004年はマーキュリーブランドで製品ラインアップの充実が図られる。前述の「モンテレー」や「モンティゴ」の他に、「フォード・エスケイプ」をベースにしたCUV「マリナー」の投入を予定。時に廃止論も囁かれるマーキュリーブランドだが、これらの積極的な製品投入とフリート販売の縮小方針で、ブランドが再生することを期待したい。

図表 13 : フォード・ファイブ・ハンドレッド



(出所) 2004年デトロイトオートショーでDIRA撮影

図表 14 : フォード・マスタング



(出所) 2004年デトロイトオートショーでDIRA撮影

<sup>1</sup> 販売台数に占める新製品の割合は高いに越したことはないが、当たり外れのリスクや生産体制を鑑みれば、複数の新製品に分散して、なおかつ時系列で安定的に推移した方が良いと考えられる。この観点から、2003年のフォードの新製品割合は高いものの、「Fシリーズ」という超大型1製品に大きく依存した点は、好ましいといえない。ただ、新「Fシリーズ」の販売は、これまでのところ空振りしていないので、新「Fシリーズ」投入で新製品割合が高くなったのは、結果的に良い方向に転じたと言える。

### 3 業績見通し

#### 概要

#### GM・フォードと もに増益見込み

2004 年は GM もフォードも前年比 2 桁の増益となる見込みである。主な要因は自動車事業で、それぞれ 3~4 倍の利益拡大を予想。減益が見込まれる金融事業を十分に相殺することとなる。 ( GM とフォードの業績予想表は 16~17 ページに添付 )。

自動車事業の売上高は、GM が前年から僅かに拡大、フォードが 3%程度の拡大を見込む。GM は数量横ばい・価格は僅かながら上昇、フォードは数量・価格ともに若干の上昇を想定している。一方、コスト面は GM が有利な状況が続くと予想。GM は原材料費削減のペースを維持するほか、年金費用の減少を主因に固定費の減少も見込まれる。これに対して、フォードは減価償却など固定費の増加が見込まれる。

2003 年の GM とフォードの業績を支えた金融事業は、双方とも減益を予想。GM はモーゲージの収束とファイナンス事業での利ざや縮小、フォードは資産減少が主な要因である。

#### GM の業績見通し

##### 会社ガイダンス

1 月 7 日に会社が示した 2004 年の見通しの概要は次の通りである。

- 2004 年 EPS は 6.0~6.5 ドル
- 2004 年の米国市場販売台数は前年比+2%の 1720~1730 万台 ( 中・大型を含むベース )、欧州市場販売台数は前年比+1%の 1960 万台。南米地域は前年比+3%、アジア地域は前年比+9%。
- 市場シェアは各地域とも改善を目標とする。
- セグメント別の純利益は、北米地域が 10~14 億ドル、欧州地域が 0~1 億ドル、南米・アフリカ地域が 2~1 億ドル、アジア地域が 7~8 億ドル。( 以上から、自動車事業の純利益は 15~23 億ドルを見込んでいることになる )。金融事業の純利益は 20 億ドル以上。
- 営業キャッシュフローは 50 億ドル

DIRA では、このガイダンスを踏まえて、2004 年以降の業績予想を修正。2004 年 EPS は前年比 17%の 6.20 ドルを予想する。

##### 自動車事業見通し

#### 売上微増・コスト 削減で増益へ

自動車事業は従来予想をほぼ維持して、2004 年の純利益は、2003 年から約 4 倍の 17 億ドル弱を見込む。売上拡大が僅かであるため、フォードと比べると利益拡大の要因はコスト削減が大きくなると見ている。大雑把な構図は、売上高が前年から約 10 億ドル弱の増加、固定費が 5 億ドル強の減少、変動費が 2~3 億ドルの減少で、税前利益が差し引き約 20 億ドル拡大というもの。固定費の減少は、年金費用の軽減が主

な要因である。

卸売販売台数（生産台数）は、北米市場が前年比約 2%の 537 万台、欧州地域は 2003 年からほぼ横ばいの 169 万台と想定。南米とアジアについてはシェア一定と仮定し、GM の市場見通しと同様に拡大するとの前提を置いた。以上から、全世界の卸売販売台数は、2003 年とほぼ同じとなる 820 万台程度を見込む。

米国のシェアは 2003 年から 0.1%増加の 28.5%と想定した。2004 年の積極的な新製品投入は今後のシェア拡大に寄与すると期待しているが、前述のように 2004 年のシェアに重要な 2003 年投入の新車は、台数シェア拡大の観点からはやや弱いことも否めない。したがって、ここはシェアをほぼ横ばいとの前提を置きたい。

北米地域の卸売販売台数 537 万台は、以下の想定を置くことで求めた。まず、2004 年の北米での GM の販売台数は 553 万台と算出。これは、米国はシェアを 28.5%として販売台数を 479 万台と考え、カナダとメキシコについては、市場販売台数が若干の増加、GM のシェアは 2002 年と同水準との前提を置き、販売台数を 74 万台としたことによる。次に、GM の北米地域での輸入車比率を 2003 年とほぼ同じ 97.6%として、北米生産車の販売台数を 539 万台と算出。これを基に、北米地域の卸売販売台数を 537 万台とした。2004 年末の在庫水準は、2003 年末の在庫水準とほぼ同じ（約 120 万台）と想定している。

#### **北米地域の単価はプラスを想定**

1 台当たり売上高は、北米地域で 1%未満ではあるが若干のプラス、欧州地域ではユーロ換算で引き続きマイナスとの前提を置いている。価格競争が厳しい北米地域で 1 台当たり売上高が上昇するとの前提は楽観的と感じられるかもしれないが、ネットプライスの下落が緩和する一方で、ミックス改善がポジティブに働くと想定している。インセンティブが急上昇した 2003 年でも、北米地域の 1 台当たり売上高は前年比+3%の上昇を記録している。1 台当たり売上高が上昇するという前提は楽観的ではないと判断している。

#### **金融事業見直し**

#### **モーゲージ収縮とマージン悪化で減益見込み**

金融事業は従来予想を上方修正したが、減益予想に変わりはない。減益を予想する要因は大きく 2 点。1 点目は 2003 年の収益に大きく貢献したモーゲージ事業の減益、2 点目はファイナンス事業におけるマージンの悪化である。モーゲージは 40%程度の減益、ファイナンス事業は 30%程度の減益を見込む。これらの減益は、保険事業の増益で一部相殺されるものの充分ではなく、金融事業全体で 2 割強の減益を予想する。

## フォードの業績見通し

### 会社ガイダンス

1月7日に会社が示した2004年の見通しの概要は次の通りである。

- 2004年EPSは1.2~1.3ドル
- 2004年の米国市場販売台数は1700万台(中・大型を含むベース)、欧州市場販売台数は1690万台<sup>2</sup>。
- セグメント別の税前利益は、自動車事業で9~10億ドル、金融事業で26~27億ドルの見込み。自動車事業を地域別に分けると、北米地域が15~17億ドル、欧州地域が2~1億ドル、高級車(PAG)グループが5~6億ドル。
- 自動車事業のキャッシュフローは5億ドル

DIRAでは、このガイダンスを踏まえて、2004年以降の業績予想を修正。2004年EPSは前年比13%の1.25ドルを予想する。

### 自動車事業見通し

#### 売上拡大で黒字 拡大を予想

自動車事業は2003年のブレイクイーンから、2004年は約10億ドルへの拡大を予想する(税前利益ベース)。大雑把に言えば、売上高が前年から約40億ドル強、固定費が10億ドル強、変動費が約20億ドル、それぞれ前年から増加して、利益が差し引き10億ドル拡大するという構図。売上高で40億ドル増加は前年比+3%に相当するが、数量で1%、価格で2%の寄与をそれぞれ見込む。固定費の増加を想定しているのは、減価償却や年金・ヘルスケアコストの増加が大きな要因である。

#### 販売台数は若干 の増加を想定

卸売販売台数は、北米市場(フォード・リンカーン・マーキュリー)が前年比1%強の368万台、欧州地域は2003年からほぼ横ばいの155万台、PAGは2002年の水準に戻ると想定。全世界の卸売販売台数は、2003年から約+1%増加して658万台程度を見込む。

米国のフォード・リンカーン・マーキュリーブランドのシェアは19.2%と設定、2003年の19.3%から10ペーシスの下落を想定した。乗用車でシェア下落、小型トラックで若干のシェア上昇との想定を置いている。乗用車でシェア下落を想定するのは、2003年に新車投入がないことに加えて、フリート販売の削減を5万台行うため。小型トラックで若干のシェア上昇としているのは、2003年に投入した「Fシリーズ」の効果に期待しているためである。

#### 単価は引き続き 上昇を想定

1台当たり売上高は、北米地域で2%弱のプラス、欧州地域ではユーロ換算で引き続きマイナス(ドル換算ではプラス)との前提を置き、全体では2%強のプラスと想定。北米地域でフォードが価格競争に巻き込まれているのは事実だが、価格に対するスタ

<sup>2</sup> 欧州市場の見通しについては、GMとフォードで「欧州」の範囲が異なることから、単純比較はできない。

ンスはGMに遅れを取らないという要素が強く、フォードが価格競争をリードしているわけではない。販売台数の多い「Fシリーズ」で新車が投入されたことも価格面にはプラスに寄与するだろう。GMより強気の価格前提を置くことは可能であると考え

#### 金融事業見通し

#### 資産減少で減益 見込み

金融事業はGMと同様に、従来予想を上方修正したが、減益予想に変わりはない。減益予想の最も大きな要因は資産の減少。フォードクレジットは、2003年第3四半期末で1821億ドルの管理債権を、2004年末に1700~1750億ドルへ削減する予定。フォードクレジットは、非フォード向けや中古車向けのファイナンスの割合が未だに多い。経営再建計画では、これらの事業の縮小を掲げており、資産圧縮の要因になると考えられる。また、2002年以降にリースを急速に絞っているため、リース資産の減少が今後も続くと予想され、自然減による資産減少もあるだろう。

資産収益性については、会社側からの見通しは示されなかったが、ポートフォリオに占める低金利時代の債権の割合が増加するため、縮小の圧力がかかると予想する。

図表 15 : General Motors 業績予想表

(百万ドル)	2002	2003E				2004E				2005E		
		Q1	Q2	Q3	Q4E	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E			
<b>売上および収入</b>	186,763	49,365	48,308	45,929	46,425	190,027	46,089	46,623	43,754	43,799	180,265	181,644
前同比	5.4%	6.7%	0.1%	5.3%	-4.5%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-5.1%	0.8%
<b>自動車事業および通信事業</b>												
<b>売上高</b>	159,737	42,042	40,732	38,431	39,416	160,621	38,912	39,550	36,769	37,007	152,238	153,937
前同比	5.4%	5.7%	-2.4%	4.8%	-5.2%	0.6%	-7.4%	-2.9%	-4.3%	-6.1%	-5.2%	1.1%
自動車事業	147,990	38,777	38,247	35,768	36,027	148,819	38,287	38,925	36,144	36,382	149,738	151,437
前同比	5.2%	4.0%	-2.0%	3.4%	-2.9%	0.6%	-1.3%	1.8%	1.1%	1.0%	0.6%	1.1%
(北米事業)	114,444	29,963	28,558	26,810	25,825	111,156	27,675	28,700	26,880	26,130	109,385	112,750
前同比	7.0%	2.1%	-6.6%	0.4%	-7.2%	-2.9%	-7.6%	0.5%	0.3%	1.2%	-1.6%	3.1%
売上原価およびその他費用	144,550	37,313	36,839	34,900	35,126	144,178	35,247	35,075	33,525	32,887	136,734	136,982
減価償却・アモビ-ション	7,397	1,962	2,017	2,031	2,020	8,030	1,675	1,675	1,675	1,675	6,700	6,400
販売管理費	14,993	3,341	3,781	3,495	3,550	14,167	2,664	3,064	2,814	2,864	11,406	11,511
支払利息	789	321	402	587	582	1,892	587	587	587	587	2,346	2,312
金融事業との取引に係る費用	296	41	34	64	80	219	80	80	80	80	320	320
調整	2,741	-814	0	0	0	-814	0	0	0	0	0	0
<b>調整後税前利益</b>	1,849	212	-324	-615	78	-649	335	744	-236	589	1,432	2,812
前同比	NM	-23.7%	NM	NM	-67.3%	NM	58.0%	NM	NM	65.0%	NM	96.3%
<b>調整後純利益</b>	1,575	296	58	-201	176	329	355	641	-45	532	1,482	2,268
前同比	NM	42.3%	-93.7%	NM	-37.1%	-79.1%	19.8%	100.5%	NM	202.2%	35.4%	53.0%
<b>調整後純利益(除くヒューズ)</b>	2,042	350	36	-178	190	398	355	641	-45	532	1,482	2,268
前同比	667.7%	-1.1%	-96.6%	NM	-47.8%	-80.5%	1.3%	1680.4%	NM	180.2%	272.5%	53.0%
<b>金融・保険事業</b>												
<b>収入</b>	27,026	7,323	7,576	7,498	7,008	29,405	7,177	7,074	6,985	6,792	28,027	27,707
前同比	4.9%	12.8%	15.7%	8.3%	-0.8%	8.8%	-2.0%	-6.6%	-6.8%	-3.1%	-4.7%	-1.1%
支払利息	6,976	1,807	1,863	1,980	2,059	7,709	2,110	2,067	2,120	2,082	8,380	8,430
減価償却・アモビ-ション	5,541	1,506	1,578	1,484	1,487	6,055	1,488	1,436	1,386	1,321	5,631	5,477
その他費用	8,248	2,177	2,068	2,315	2,007	8,567	2,070	2,079	2,054	1,943	8,145	8,140
貸倒引当金	3,610	752	757	825	853	3,187	803	756	783	809	3,150	3,258
自動車事業との取引に係る費用	-296	-41	-34	-64	-80	-219	-80	-80	-80	-80	-320	-320
調整	24	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>調整後税前利益</b>	2,971	1,122	1,344	958	682	4,106	786	815	722	718	3,041	2,721
前同比	5.6%	52.9%	94.8%	25.2%	-12.8%	38.2%	-29.9%	-39.3%	-24.6%	5.2%	-25.9%	-10.5%
<b>調整後純利益</b>	1,882	682	843	626	418	2,569	489	534	499	470	1,992	1,780
前同比	8.5%	56.1%	95.1%	41.3%	-26.7%	36.5%	-28.4%	-36.7%	-20.2%	12.6%	-22.5%	-10.6%
<b>税前利益(GAAP)</b>	2,080	2,148	1,020	343	761	4,272	1,121	1,560	486	1,307	4,473	5,533
前同比	37.0%	506.8%	-42.7%	NM	-43.7%	105.4%	-47.8%	52.9%	41.6%	71.8%	4.7%	23.7%
法人税	533	656	265	89	287	1,297	383	490	137	409	1,419	1,725
少数株主持分等	189	-9	146	171	120	428	105	105	105	105	420	240
<b>調整後税前利益</b>	4,820	1,334	1,020	343	761	3,458	1,121	1,560	486	1,307	4,473	5,533
前同比	101.0%	31.8%	-45.3%	-62.8%	-25.6%	-28.3%	-15.9%	52.9%	41.6%	71.8%	29.4%	23.7%
法人税(調整ベース)	1,553	347	265	89	287	988	383	490	137	409	1,419	1,725
少数株主持分等	189	-9	146	171	120	428	105	105	105	105	420	240
<b>純利益(GAAP)</b>	1,736	1,483	901	425	594	3,403	843	1,175	454	1,003	3,474	4,049
前同比	188.9%	550.4%	-30.3%	NM	-41.8%	96.0%	-43.2%	30.4%	6.8%	68.8%	2.1%	16.5%
<b>調整後純利益</b>	3,457	978	901	425	594	2,898	843	1,175	454	1,003	3,474	4,049
前同比	134.4%	51.6%	-33.1%	-30.9%	-30.1%	-16.2%	-13.8%	30.4%	6.8%	68.8%	19.9%	16.5%
(GAAPからの調整)	1,721	-505	0	0	0	-505	0	0	0	0	0	0
優先株配当	47	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Class H株の調整後帰属利益	-351	-35	17	-18	-11	-47	0	0	0	0	0	0
GM1-2/3株の調整後帰属利益	3,761	1,013	884	443	605	2,945	843	1,175	454	1,003	3,474	4,049
<b>完全希薄化後EPS (GAAP:ドル)</b>	3.30	2.71	1.58	0.79	1.08	6.16	1.51	2.10	0.81	1.79	6.20	7.23
前同比	87.2%	375.7%	-35.1%	NM	-36.9%	86.4%	-44.5%	33.1%	2.7%	65.7%	0.8%	16.5%
<b>完全希薄化・調整後EPS (ドル)</b>	6.63	1.81	1.58	0.79	1.08	5.25	1.51	2.10	0.81	1.79	6.20	7.23
前同比	105.5%	39.8%	-37.6%	-34.1%	-33.3%	-20.8%	-16.6%	33.1%	2.7%	65.7%	18.1%	16.5%
<b>完全希薄化・調整後EPS (除くヒューズ:ドル)</b>	6.84	1.84	1.57	0.80	1.09	5.29	1.51	2.10	0.81	1.79	6.20	7.23
前同比	99.9%	36.7%	-39.4%	-35.6%	-34.8%	-22.6%	-18.2%	33.9%	1.5%	65.0%	17.3%	16.5%
<b>配当 (ドル)</b>	2.00	0.50	0.50	0.50	0.50	2.00	0.50	0.50	0.50	0.50	2.00	2.00

図表 16 : Ford Motor Company 業績予想表

(百万ドル)	2002	2003E				2003E	2004E				2004E	2005E
		Q1	Q2	Q3	Q4E		Q1E	Q2E	Q3E	Q4E		
<b>売上および収入</b>	162,586	40,888	40,670	36,888	39,867	158,313	42,228	41,462	37,287	39,475	160,453	162,642
前同比	1.1%	3.6%	-3.6%	-6.2%	-4.1%	-2.6%	3.3%	1.9%	1.1%	-1.0%	1.4%	1.4%
<b>自動車事業</b>												
売上高	134,425	34,200	34,182	30,337	33,632	132,351	36,192	35,422	31,259	33,792	136,664	140,391
前同比	2.8%	6.3%	-2.9%	-6.4%	-3.0%	-1.5%	5.8%	3.6%	3.0%	0.5%	3.3%	2.7%
売上原価およびその他費用	125,137	31,084	31,684	28,437	32,930	124,135	32,881	32,523	29,057	31,124	125,585	127,334
販売管理費	9,819	2,313	2,472	2,536	2,488	9,809	2,524	2,506	2,405	2,466	9,902	9,982
営業外収支	-625	-144	-23	27	-28	-168	-110	-110	-110	-110	-440	-500
調整	825	0	0	56	1,900	1,956	150	150	0	0	300	0
<b>調整後税前利益</b>	-331	659	3	-553	86	195	826	433	-314	92	1,038	2,575
前同比	NM	NM	-99.3%	NM	NM	NM	25.4%	14325.1%	NM	6.9%	432.2%	148.1%
<b>金融事業</b>												
収入	28,161	6,688	6,488	6,551	6,235	25,962	6,036	6,041	6,029	5,682	23,788	22,251
前同比	-5.9%	-8.3%	-7.4%	-5.6%	-9.9%	-7.8%	-9.7%	-6.9%	-8.0%	-8.9%	-8.4%	-6.5%
支払利息	7,456	1,644	1,598	1,552	1,543	6,337	1,535	1,531	1,514	1,467	6,048	5,804
減価償却・アモーション	10,240	2,567	2,277	2,095	2,154	9,093	2,048	2,012	1,953	1,880	7,893	7,289
その他費用	5,080	1,206	1,219	1,342	1,188	4,955	1,200	1,270	1,331	1,217	5,018	4,946
貸倒引当金	3,276	593	679	530	570	2,372	547	540	533	526	2,147	2,047
<b>税前利益</b>	2,109	678	715	1,032	780	3,205	706	687	698	592	2,682	2,164
前同比	46.5%	97.7%	19.2%	80.4%	31.3%	52.0%	4.1%	-3.9%	-32.4%	-24.1%	-16.3%	-19.3%
<b>税前利益(GAAP)</b>	953	1,337	718	423	866	3,344	1,532	1,120	384	684	3,720	4,739
前同比	NM	NM	-28.4%	NM	3663.9%	250.9%	14.6%	56.0%	-9.2%	-21.0%	11.2%	27.4%
<b>調整後税前利益</b>	1,778	1,337	718	479	866	3,400	1,532	1,120	384	684	3,720	4,739
前同比	NM	NM	-31.6%	29.1%	123.7%	91.2%	14.6%	56.0%	-19.8%	-21.0%	9.4%	27.4%
法人税・少数株主持分等	906	438	293	186	340	1,257	540	416	195	285	1,436	1,742
<b>純利益(GAAP)</b>	-980	896	417	-25	-709	579	894	606	189	399	2,088	2,997
前同比	NM	NM	-31.3%	33.2%	250.7%	145.8%	10.4%	65.6%	-35.5%	-24.2%	6.6%	31.2%
<b>調整後純利益</b>	872	899	425	293	526	2,143	992	704	189	399	2,284	2,997
前同比	NM	NM	-31.3%	33.2%	250.7%	145.6%	10.4%	65.6%	-35.5%	-24.2%	6.6%	31.2%
(GAAPからの調整)	1,849	3	8	318	1,235	1,564	98	98	0	0	196	0
<b>完全希薄化後EPS (GAAP:ドル)</b>	-0.54	0.45	0.21	-0.01	-0.39	0.27	0.49	0.33	0.10	0.22	1.15	1.64
前同比	NM	NM	-21.4%	NM	NM	NM	7.6%	56.6%	NM	NM	332.3%	42.8%
<b>完全希薄化・調整後EPS (ドル)</b>	0.47	0.46	0.22	0.15	0.29	1.11	0.54	0.38	0.10	0.22	1.25	1.64
前同比	NM	NM	-26.2%	25.0%	260.3%	136.0%	18.9%	78.5%	-30.6%	-24.2%	12.7%	31.4%
<b>配当 (ドル)</b>	0.40	0.10	0.10	0.10	0.10	0.40	0.10	0.10	0.10	0.10	0.40	0.40

#### 4. 投資判断

##### レーティングと目標株価

##### GM 中立、フォード弱気

業績見通しを修正したことに伴い、GM とフォードのレーティングおよび目標株価を再設定した。GM はレーティング 3、目標株価は 50 ドル、フォードのレーティングは 4、目標株価は 10 ドルとする。6 ヶ月先の SP500 の前提は 1100 ポイントとしている。目標株価は GM・フォードともに、2004 年予想 EPS に PER8 倍を適用することで算出した。

米国自動車企業に対する見方をまとめると、次のようになる。自動車市場のファンダメンタルズは明るい方向にあり、業績見通しも明るい。業績修正も上方リスクの方が現時点ではまだ高いのかもしれない。株価は、一時的にさらなる上値を追う可能性もあるだろう。

しかし、市場販売台数は大幅な上方修正が望みにくい上に、年後半に減速気味となる可能性が高い。過去のパターンから考えると、高いバリュエーションが許容されなくなる時期は近いと予想する。バリュエーションが現在の自動車企業に与えられている水準を上回っていくことは難しいと考え、株価はピークに近いと見る。

##### バリュエーション：PER8 倍を適用する理由

##### ( GM )

##### 目標株価算出の方法を修正

DIRA では、GM の目標株価の設定にあたって、従来は欧米自動車企業の平均予想 PER を用いてきたが、この方法を修正したい。具体的には、GM の過去平均の予想 PER を基準に、業績修正の方向に応じて  $\pm$  を考慮した予想 PER を適用する。1985 ~ 2003 年における GM の今期予想 PER の平均は 8.6 倍（業績が大幅に悪化した 1991 ~ 1993 年を除く）である。

以上の方法に変更するのは、業界平均予想 PER を単純に使用することが、過去 1 年を見る限り指標としての有効性が低かったこと、シクリカルな性格が強い事業に「平均」を常に使用していいのか疑問が残ること、という反省が背景にある。

##### 予想 PER と業績修正の方向にはラグがある

GM の業績予想の変化と予想 PER を比べると、上方修正局面および下方修正局面の双方において、予想 PER の動きに特徴があるように見える。すなわち、上方修正局面の前期では PER が上昇していくが、上方修正局面の後期になると PER は下落する。下方修正局面では逆の動きとなる。

これは次のように解釈できよう。上方修正局面の前期では、業績拡大が好感されている上に予想 EPS の水準が低いため、高めのバリュエーションが許容されやすい。しかし上方修正局面の後期となると、上方修正の余地が小さくなっていくことに加えて、予想 EPS の水準が高くなっているため、業績修正の向き（「業績モメンタム」と呼ばれるものか？）は上方を維持していても、高めのバリュエーションが許容されなくなる。下方修正局面では、これと逆のことが起こる。

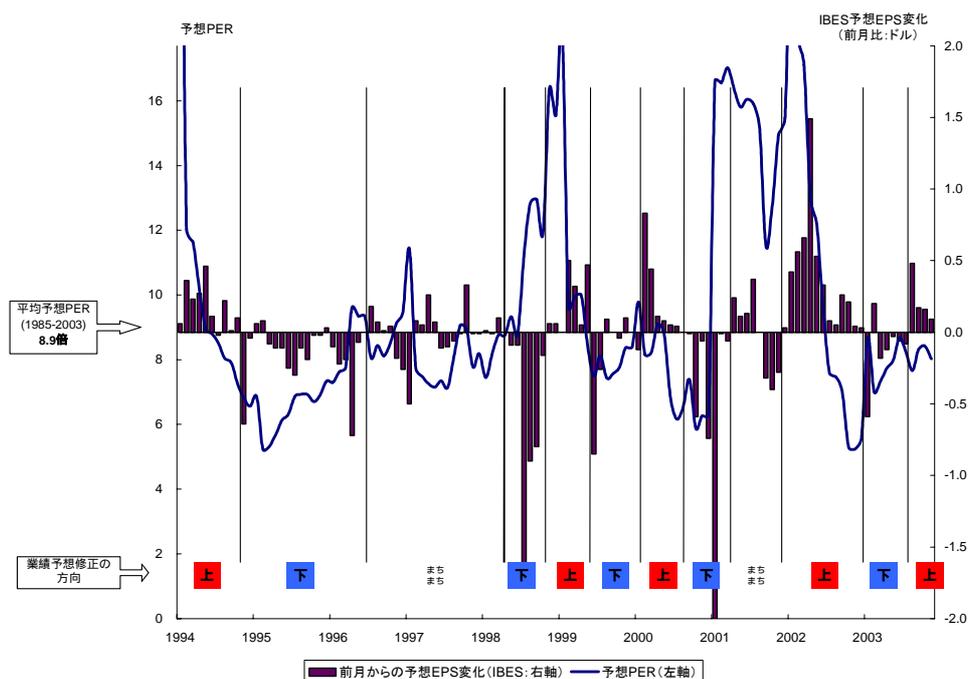
### 高 PER が許容されなくなる時期は近い

現在は業績上方修正の局面にあると判断されるが、予想 PER はまだ過去平均を上回る領域まで来ていない。今後、高いバリュエーションが許容される時期が到来することも期待できよう。

しかし、その時期が来たとしても、今回はかなり一時的なもので終わるのではないかと考えている。理由は次の通り。米国自動車市場は 4 年ぶりに拡大の方向に向かうが、ペントアップ需要は期待できないため、仮に販売台数見通しを上方修正するとしても、大幅な増加が見込みにくい。また、2004 年後半に米国経済が息切れするとの見方が正しければ、今度は下方修正のリスクが出てくることになる。これらの状況を合わせると、現在の業績上方修正の局面は、後半に差し掛かっている可能性が高いと考えられる。過去の例に沿うならば、高いバリュエーションが許容されなくなる時期も近いのではないかと予想する。

以上から、米国自動車市場そのものは明るい方向にあるものの、市場が許容する予想 PER が過去平均を下回る時期が早晚来ると考え、GM の目標株価算出に適用する予想 PER は過去平均の 8.6 倍を下回る 8 倍としたい。

図表 17 : GM の過去の予想 PER と予想 EPS 修正の推移



(注) 予想 EPS 修正は 1 期先 IBES コンセンサスから作成。

業績予想修正の局面の区分けは恣意的なものだが、「6 ヶ月以上同じ方向に修正が継続した場合を 1 局面とする」ことを原則とした。3~4 ヶ月ごとに上方修正と下方修正を繰り返す時期は方向感が定まっていないとして、「まちまち」の局面としている。

(出所) Sungard から DIRA 作成

(フォード)

### 目標株価算出の方法を修正

DIRA では、フォードの目標株価の設定にあたって、再来期の予想 EPS に欧米自動車企業の平均予想 PER を用いてきたが、この方法を修正。GM と同様に、業績修正の方向に応じて  $\pm$  を考慮した予想 PER を適用することとしたい。

**過去平均 PER は GM と同じ…  
プレミアムは持続的ではない**

フォードの PER は数値が有意でない期間が GM と比べると長いため、過去平均の予想 PER を求めるのは恣意性が強くならざるを得ないが、ここでは 1994～2000 年の平均を求めた。その結果、偶然にも GM と同じ 8.6 倍との数値を得た。

2003 年のフォードのバリュエーションは、GM と比べると大幅にプレミアムが付けられてきた。しかし、過去の数値から考えると、GM にプレミアムをつけられた状態は持続的ではないと判断せざるを得ない。

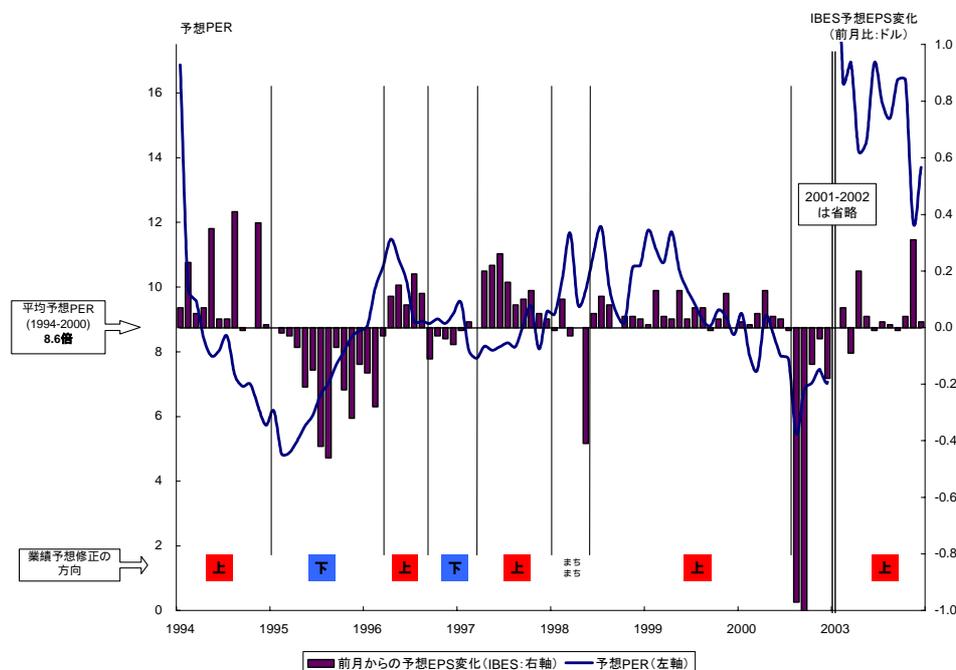
**業績予想の上方修正局面は終焉が近い**

さて、フォードの業績予想修正の方向を見れば、2002 年から上方修正局面が続いている。しかし、GM と同様に、この業績予想の上方修正局面は終焉を迎える可能性が高いと考える。2003 年後半に見られた、業績予想が時間の経過と共に上方修正されて、バリュエーションの割高感が薄まり、結果的に株価を追認していく、というプロセスを 2004 年に期待するのは難しいだろう。

そのように考える理由は 2 点。1 点目は GM と同様に、市場販売台数の上方修正余地が限定的であること。2 点目は、2003 年のようなコスト削減を 2004 年に期待するのは難しいことである。2003 年のコスト削減は品質保証コストの当初想定を超える大幅な削減で達成されたが、これを 2004 年も続けることは無理。一方、原材料費削減は進めているものの、結果を出すには時間がかかるためである。

以上から、フォードの目標株価算出に適用する予想 PER は、GM と同様に、過去平均の 8.6 倍を下回る 8 倍としたい。

**図表 18：フォードの過去の予想 PER と予想 EPS 修正の推移**

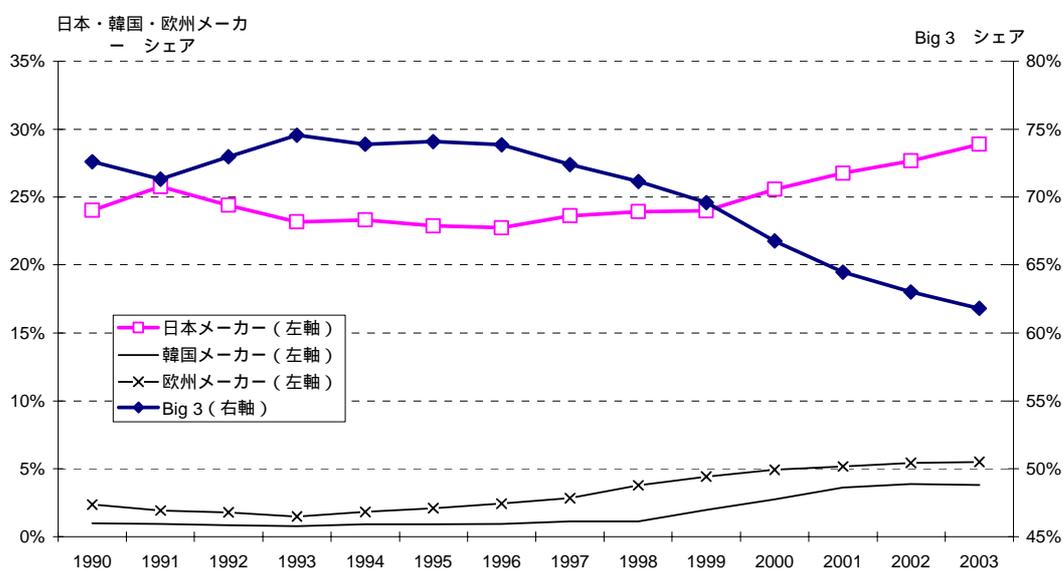


(注) 図表 17 と同様。

(出所) Sungard から DIRA 作成

付属資料：米国自動車市場のシェア推移

図表 19：会社別シェアの推移

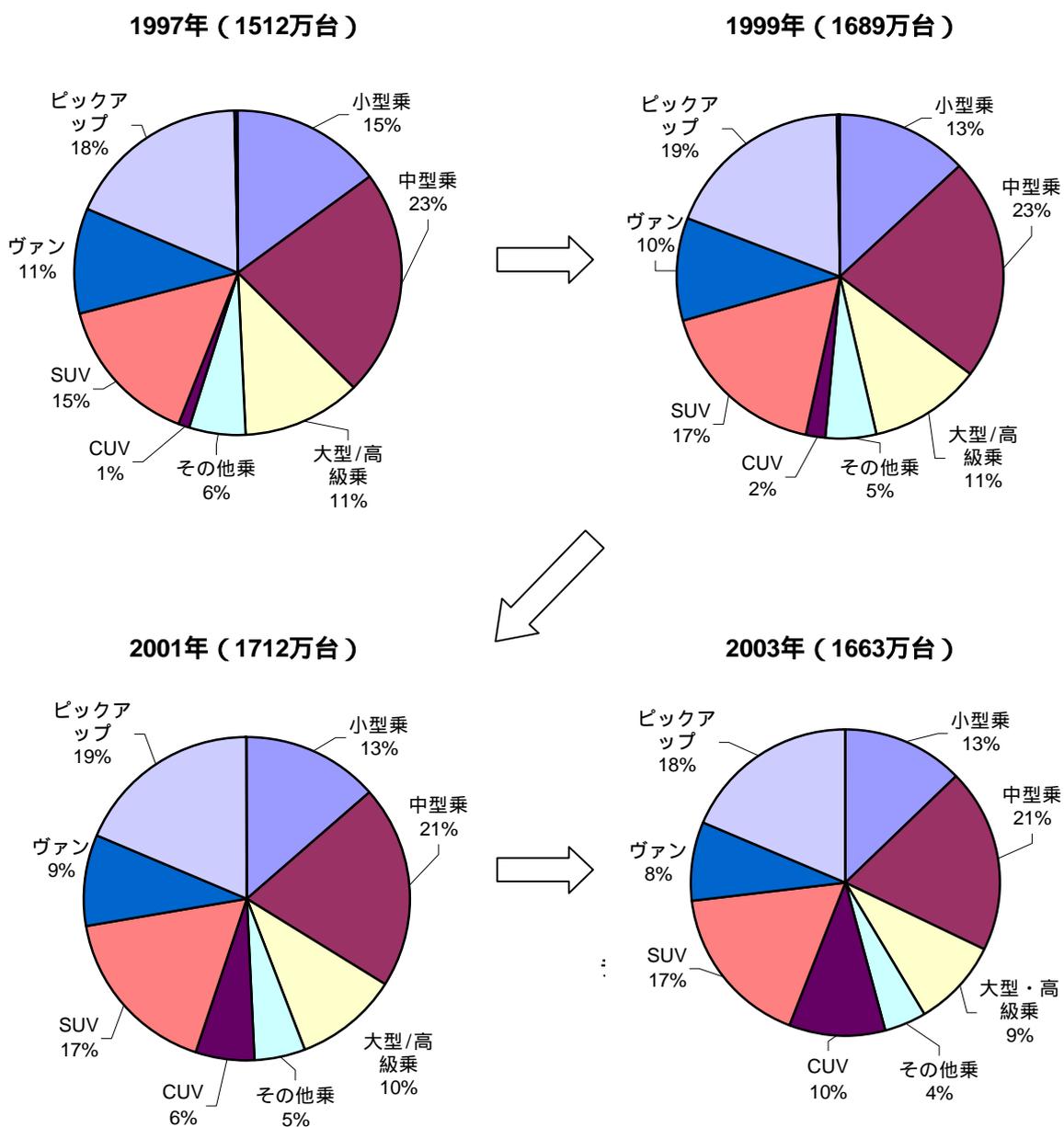


	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
GM	35.8%	35.3%	34.3%	33.7%	33.4%	33.0%	31.5%	31.3%	29.4%	29.4%	28.3%	28.3%	28.6%	28.4%
フォード	24.6%	23.8%	25.3%	26.1%	25.9%	26.5%	26.1%	25.9%	25.6%	24.5%	23.9%	22.9%	21.3%	20.7%
クライスラー	12.3%	12.2%	13.3%	14.7%	14.6%	14.7%	16.2%	15.2%	16.1%	15.6%	14.5%	13.3%	13.1%	12.8%
<b>Big3合計</b>	<b>72.6%</b>	<b>71.3%</b>	<b>73.0%</b>	<b>74.6%</b>	<b>73.9%</b>	<b>74.1%</b>	<b>73.8%</b>	<b>72.4%</b>	<b>71.2%</b>	<b>69.6%</b>	<b>66.8%</b>	<b>64.5%</b>	<b>63.0%</b>	<b>61.8%</b>
トヨタ自動車	7.6%	8.2%	8.0%	7.4%	7.2%	7.4%	7.7%	8.1%	8.8%	8.7%	9.3%	10.2%	10.4%	11.2%
ホンダ	6.2%	6.5%	6.0%	5.2%	5.2%	5.4%	5.6%	6.2%	6.5%	6.4%	6.7%	7.1%	7.4%	8.1%
日産自動車	4.5%	4.7%	4.6%	5.0%	5.1%	5.2%	5.0%	4.8%	4.0%	4.0%	4.3%	4.1%	4.4%	4.8%
三菱自動車工業	1.4%	1.5%	1.4%	1.4%	1.5%	1.3%	1.2%	1.3%	1.2%	1.6%	1.8%	1.9%	2.1%	1.5%
マツダ	2.5%	2.8%	2.6%	2.5%	2.5%	1.9%	1.6%	1.5%	1.5%	1.4%	1.5%	1.6%	1.5%	1.6%
スバル	0.8%	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	0.9%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
スズキ	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
その他	0.9%	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%	0.3%	0.2%
<b>日本メーカー合計</b>	<b>24.0%</b>	<b>25.8%</b>	<b>24.4%</b>	<b>23.2%</b>	<b>23.3%</b>	<b>22.9%</b>	<b>22.8%</b>	<b>23.6%</b>	<b>23.9%</b>	<b>24.0%</b>	<b>25.6%</b>	<b>26.8%</b>	<b>27.7%</b>	<b>28.9%</b>
現代	1.0%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	1.0%	1.4%	2.0%	2.2%	2.4%
起亜	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.4%	0.5%	0.8%	0.9%	1.3%	1.4%	1.4%
大宇	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.4%	0.3%	0.2%	0.0%
<b>韓国メーカー合計</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.1%</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.7%</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.9%</b>	<b>3.8%</b>
フォルクスワーゲン	1.1%	0.9%	0.7%	0.4%	0.7%	0.9%	1.1%	1.1%	1.7%	2.3%	2.5%	2.6%	2.5%	2.3%
BMW	0.5%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%	1.1%	1.2%	1.5%	1.7%
メルセデス	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.8%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%
ボルシェ	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
その他	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>欧州メーカー合計</b>	<b>2.4%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.8%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.1%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.8%</b>	<b>3.8%</b>	<b>4.4%</b>	<b>4.9%</b>	<b>5.2%</b>	<b>5.4%</b>	<b>5.5%</b>
<b>合計</b>	<b>100.0%</b>													

(注) フォードのシェアは、ジャガー・ボルボ・ランドローバーを含む(買収前も含めている)。

(出所) Ward's Automotive から DIRA 作成

図表 20 : タイプ別シェアの推移



( 出所 ) Ward's Automotive を基に DIRA 作成。分類は一部 DIRA で調整。

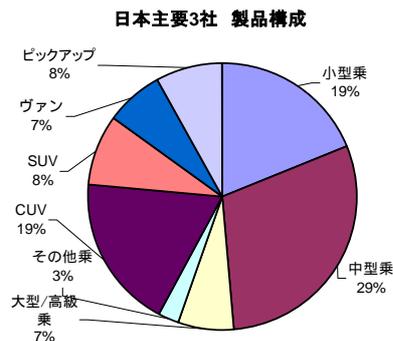
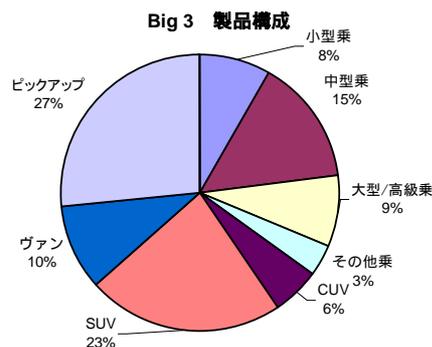
図表 21 : 会社別・タイプ別マトリックス (2003 年)

## 販売台数マトリックス

	乗用車					小型トラック					合計	
	小型	中型	大型・高級	その他		CUV	SUV	ヴァン	ピックアップ	その他		
GM	487,038	1,005,892	367,947	98,141	1,959,018	186,970	1,065,724	339,058	1,163,339	1,953	2,757,044	4,716,062
フォード	254,826	377,556	373,672	163,379	1,169,433	220,578	737,910	293,170	1,016,146	0	2,267,804	3,437,237
クライスラー	120,101	122,799	129,902	83,874	456,676	164,415	548,569	397,147	560,644	0	1,670,775	2,127,451
トヨタ自動車	362,542	413,296	167,433	52,715	995,986	285,744	223,615	105,499	255,470	0	870,328	1,866,314
ホンダ	299,672	422,042	82,531	15,884	820,129	375,585	70	154,063	0	0	529,718	1,349,847
日産自動車	94,639	352,739	21,286	36,728	505,392	83,712	114,974	23,170	67,233	303	289,392	794,784
その他メーカー	488,137	544,000	408,046	262,972	1,703,155	355,858	167,415	85,088	25,827	5,088	639,276	2,342,431
合計	2,106,955	3,238,324	1,550,817	713,693	7,609,789	1,672,862	2,858,277	1,397,195	3,088,659	7,344	9,024,337	16,634,126

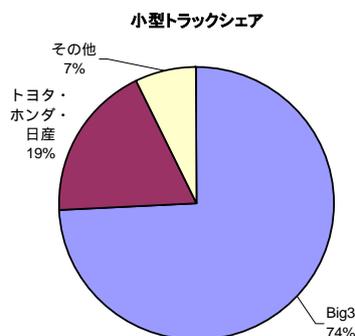
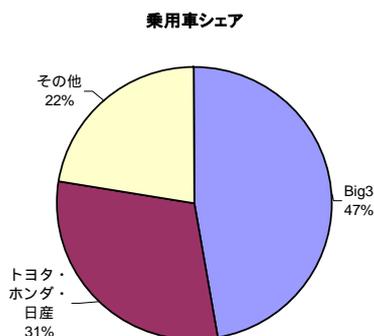
## 各メーカーの製品構成

	乗用車					小型トラック					合計	
	小型	中型	大型・高級	その他		CUV	SUV	ヴァン	ピックアップ	その他		
GM	10%	21%	8%	2%	42%	4%	23%	7%	25%	0%	58%	100%
フォード	7%	11%	11%	5%	34%	6%	21%	9%	30%	0%	66%	100%
クライスラー	6%	6%	6%	4%	21%	8%	26%	19%	26%	0%	79%	100%
トヨタ自動車	19%	22%	9%	3%	53%	15%	12%	6%	14%	0%	47%	100%
ホンダ	22%	31%	6%	1%	61%	28%	0%	11%	0%	0%	39%	100%
日産自動車	12%	44%	3%	5%	64%	11%	14%	3%	8%	0%	36%	100%
その他メーカー	21%	23%	17%	11%	73%	15%	7%	4%	1%	0%	27%	100%
合計	13%	19%	9%	4%	46%	10%	17%	8%	19%	0%	54%	100%



## 各タイプにおける会社別シェア

	乗用車					小型トラック					合計	
	小型	中型	大型・高級	その他		CUV	SUV	ヴァン	ピックアップ	その他		
GM	23%	31%	24%	14%	26%	11%	37%	24%	38%	27%	31%	28%
フォード	12%	12%	24%	23%	15%	13%	26%	21%	33%	0%	25%	21%
クライスラー	6%	4%	8%	12%	6%	10%	19%	28%	18%	0%	19%	13%
トヨタ自動車	17%	13%	11%	7%	13%	17%	8%	8%	8%	0%	10%	11%
ホンダ	14%	13%	5%	2%	11%	22%	0%	11%	0%	0%	6%	8%
日産自動車	4%	11%	1%	5%	7%	5%	4%	2%	2%	4%	3%	5%
その他メーカー	23%	17%	26%	37%	22%	21%	6%	6%	1%	69%	7%	14%
合計	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%



(出所) Ward's Automotive を基に DIRA 作成。タイプ別分類は一部 DIRA で調整。

**IMPORTANT U.S. DISCLOSURES**

This report is distributed by Daiwa Securities America Inc. (DSA). It was prepared by Daiwa Institute of Research (DIR), a Japanese company and an affiliate of DSA, or, if indicated on the report, by a non-Japanese subsidiary of DIR, such as Daiwa Institute of Research America Inc. (DIRA). It may not be accurate or complete and should not be relied upon as such. It reflects the preparer's views at the time of its preparation, but it is provided with a time delay and does not reflect events occurring after its preparation, nor does it reflect DSA's views at any time. Neither DSA nor the preparer has any obligation to update this report or to continue to prepare research on this subject. This report is not an offer to sell or the solicitation of any offer to buy securities. Unless this report says otherwise, any recommendation it makes is risky and appropriate only for sophisticated speculative investors able to incur significant losses. Readers should consult their financial advisors to determine whether any such recommendation is consistent with their own investment objectives, financial situation and needs. Unless applicable law permits otherwise, non-U.S. customers wishing to effect a transaction in any securities referenced in this material should contact a Daiwa entity in their local jurisdiction. U.S. customers wishing to obtain further information or effect transactions in any securities mentioned in this report should contact DSA (Financial Square, 32 Old Slip, New York, New York 10005 Telephone 212 612-7000).

Ownership of Securities. DSA and its affiliates beneficially own one percent or more of a class of common equity securities of the following issuers: Belx Co., Ltd.; Daiko Denshi Tsushin Ltd.; Ehime Bank Ltd.; Imperial Hotel, Ltd.; Japan Securities Finance Co. Ltd.; Japan Securities Agents, Ltd.; Kokusai Densetu Co., Ltd.; Meisei Electric Co., Ltd.; NIF Ventures Co. Ltd.; Nomura Co., Ltd.; Shinkin Central Bank; Usen Corp.; Taito Corporation; Taiyo Life Insurance Company.

Investment Banking Relationships. DSA or an affiliate has managed or co-managed a public offering of securities in the past 12 months, or has received compensation for investment banking services in the past 12 months, or expects to receive or intends to seek compensation for investment banking services in the next three months, for or from the following issuers: ABN Amro; AC Real Estate; Acom Co. Ltd.; A&D Co Ltd.; Admiral Systems; Advance Create Co. Ltd.; Aeon Credit Service Co. Ltd.; Aichi Bank, Ltd/The; Akindo Shuhiro Co. Ltd.; Akzo Nobel NV; Alliance & Leicester Plc; All Nippon Airways Co. Ltd.; Ajinomoto Co, Inc.; Alpha Credit Group, Inc.; American Golf UK, AnGes MG Inc.; Anglo American Capital; Anritsu Corp.; AOL Time Warner, Inc.; A-One Seimitsu Inc.; Apamanshop Co. Ltd.; Aplix Corp.; Arata Corp.; Arrk Corp.; Asahi Breweries Ltd.; Asahi Broadcasting Corp.; Asahi Denka Kogyo KK; Asahi Glass Co. Ltd.; Asahi Pretec Corp.; Asatsu-DK, Inc.; ASB Bank Ltd.; Associant Technology, Inc.; A&T Corp.; Au Optronics Corp.; Australia and New Zealand Banking Group Ltd.; AviChina Industry and Technology Company Limited; Banca Commerciale Romana SA; Banco BPI S.A.; Bandai Co Ltd.; Bandai Networks Co. Ltd.; Bandai Visual Co. Ltd.; Bank of Nova Scotia Ltd.; Bank of Western Australia; BAT International Finance; BCP Finance Bank; Belluna Co. Ltd.; BHP Finance USA Ltd.; BHP Billiton Ltd.; BHW Bausparkasse AG; BMW AG; BNP Paribas; Boeing Co.; Boise Cascade Corporation; BOS International Australia Ltd.; Bradford & Bingley; Bunadarbanki Islands; Business Bank Consulting Co. Ltd.; C4 Technology Inc.; Caja Duero; Calsonic Kansei Corp.; CAM Global Finance; Caixa Catalunya International Finance; Casio Computer Co. Ltd.; Cassina Inc. Ltd.; Cawachi Ltd.; Central Japan Railway Co.; Chiba Bank Ltd./The; China Life Insurance Co.; China Resources Power Holdings Co., Ltd.; Chloride Group; Chi Mei Optoelectronics; Chohung Bank; Chubu Electric Power Co. Inc.; Chugoku Electric Power Co Inc/The; Chugoku Marine Paints Ltd.; Chungghwa Telecom; Citigroup Inc.; Citizen Watch Co. Ltd.; Cleanup Corp.; CNA Co. Ltd.; CNOOC Ltd; Cognis Group; Commonwealth Bank of Australia; Concorde Securities; Continental AG; Cosel Co. Ltd.; Cosworth Tech/LDV/ MSX Int.; Credit Saison Co. Ltd.; Crymson Co. Ltd.; Culture Convenience Club Co. Ltd. Cyber Communications, Inc.; Daicel Chemical Industries Ltd.; Daidoh Ltd.; Daihatsu Diesel; Daiichi Pharmaceutical Co. Ltd.; Daikokutenbussan Co. Ltd.; Dainippon Screen Mfg; Daio Paper Corp.; Daiwa Securities Group Inc.; Daiyu Eight Co. Ltd.; Depfa Bank plc.; Depfa Deutsche Pfandbriefbank AG; Deutsche Bank Finance; Dexia Credit Local; Diamond City Co. Ltd.; Diamond Lease Co. Ltd.; Dip Corp.; Dorma Holding GmbH & Co.; Dow Chemical Company; Dydo Drinco, Inc.; East Japan Railway Co.; Ebara Foods Industry Inc.; EFG Hellas plc; Elecom Co. Ltd.; EMTEC Consumer Media GmbH, Endo Manufacturing Co. Ltd.; Eneserve Corp.; ES-CON Japan Ltd.; Eurohypo AG; Excel Co. Ltd.; Exel; Finconsumo SPA; First Financial Holding Co., Ltd.; First Juken Co. Ltd.; Ford Credit Australia Limited; Freddie Mac; FT Communications Co. Ltd.; Fuji Co. Ltd.; Fujicco Co. Ltd.; Fuji Corp. Ltd.; Fuji Country; Fuji Electric Co Ltd.; Fuji Heavy Industries Ltd.; Fuji Logistics Co Ltd.; Fujimori Kogyo Co. Ltd.; Fujitsu Ltd.; Furukawa Electric Co. Ltd.; FuKoKu Co. Ltd.; Gambro, GECC; GE Capital Australia Funding; General Packer Co. Ltd.; Gentosha; GK Japan Agency Co. Ltd.; Global One Real Estate Investment Corp.; Glory Ltd.; GM; GMAC; Goldman Sachs Group, Inc.; Gulliver International Co. Ltd.; Haba Laboratories, Inc.; The Hachijuni Bank Ltd.; Hana Bank; Hankyu Corp.; Harakosan Co. Ltd.; HBOS Treasury Service; HCA Inc.; Heiwa Real Estate Co. Ltd.; Hellenic Bank; Henkel; Hertz Corp.; Hikari Tsushin, Inc.; Hiroshima Bank Ltd./The; Hitachi Ltd.; Hitachi Construction Machinery Co. Ltd.; Hokkaido Electric Power Co. Inc.; Hokuriku Electric Power Co.; Honeys Co. Ltd.; Hon Hai Precision Industry Co Ltd.; Hoosiers Corp.; Hopewell Highway Infrastructure Ltd.; Horiba Ltd.; Hosokawa Micron Corporation; HSH N Finance; Hyundai Motor Co. Ltd.; I Biden Co Ltd.; IK Co. Ltd.; Impexbank; International Business Machine Corp; International Hotel Group; Ishikawajima-Harima Heavy Industries Co. Ltd.; Itochu Corp.; Itochu Europe; Ito En Ltd.; Ito-Yokado Co. Ltd.; Izumiya Co Ltd.; JFE Holdings Inc.; Jaccs Co. Ltd.; Japan Airlines Co. Ltd.; Japan Petroleum Exploration Co.; Japan Prime Realty Investment Corp.; Japan Pulp & Paper Co. Ltd.; Japan Real Estate Investment Corp.; Japan Wind Development Co. Ltd.; JSR Corp.; KGaA; Kajima Corp.; Kakaku.com, Inc.; Kanebo; Kansai Electric Power Co.; Karula Co. Ltd.; Kappa Create Co. Ltd.; KBC IFIMA NV; Keisei Electric Railway Co. Ltd.; Kinki Nippon Railway Co. Ltd.; Kintetsu World Express Inc.; KOGAS; Kohnan Shoji Co. Ltd.; Kohsoku Corp.; Komatsu Ltd.; Kookmin Bank; Koram Bank; Kourakuen Corp.; Koyo Futures Co. Ltd.; Koyo Seiko Co. Ltd.; KT Corp.; Kubotek Corp.; Kureha Chemical Industry Co. Ltd.; Kyushu Electric Power Co. Ltd.; LAND Co. Ltd.; Landbanki Islands HF; Lehman Brothers Holding; Leoplace21 Corp.; LG Electronics, Inc.; Lian Hua Supermarkets, Linde AG; Link Consulting Associates-Japan Corp.; Mag Garden Corp.; Maeda Corp.; Macquarie Bank Limited; Mandom Corp.; Marubeni Corp.; Maruetsu, Inc./The; Matsushita Electric Works Ltd.; Matsushita Electric Works Information Systems Co.; Mazda Motor Corp.; MDM Holdings GmbH; Meadwestvaco Corp.; Mediatek Inc.; Meiji Seika Kaisha Ltd.; Meisei Electric Co. Ltd.; Meisei Industrial, Meitetsu Transportation Co.; MG Technologies; Mikikogyo Co. Ltd.; Mikuni, Millennium America; Mitsubishi Corp.; Mitsubishi Chemical Corp.; Mitsubishi Electric Corp.; Mitsubishi Heavy Industries Ltd.; Mitsubishi Kakoki Kaisha, Mitsubishi International GmbH; Mitsubishi Tokyo Financial Group Inc.; Mitsui & Co. Ltd.; Mitsui Chemicals, Inc. Mitsui Mining & Smelting Co Ltd.; Miyoshi Oil & Fat Co. Ltd.; Moc Corp.; Modec, Inc.; Nafco Co. Ltd.; Nagoya Railroad Co. Ltd.; Nanya Technology Corporation; National Bank of Canada; National Grid Co. Plc.; National Rural Utilities Cooperation Finance Corp.; Nationwide Building Society; NEC; NEC Corp.; NEC Electronics Corp.; NEC System Technologies Ltd.; Nestle Australia Limited; Nichirei Corp.; Nidec Copal Corp.; Nihon Trim Co. Ltd.; Nihon Unisys Ltd.; Niitaka Co Ltd.; Nikon Corp.; Nippon Cable System Inc.; Nippon Electric Glass Co. Ltd.; Nippon Information Development; Nippon Oil Corp.; Nippon Restaurant Corp.; Nippon Restaurant System, Inc.; Nippon Sanso Corp.; Nippon Sheet Glass Co. Ltd.; Nippon Steel Corp.; Nippon Telegraph & Telephone Corp; Nippon Unipac Holding; Nippon Yusen Kabushiki Kaisha; Nishimatsu Construction Co. Ltd.; Nishimatsuya Chain Co Ltd.; Nishi-Nippon Railroad Co. Ltd.; Nissen Co. Ltd.; Nissho Iwai Corp.; Nissin Food Products Co. Ltd.; Nittyu Co. Ltd.; Niws Co. Ltd.; Noritsu Koki Co. Ltd.; Noritz Corp; Northern Rock Plc.;

NTN Corp.; NTT DoCoMo Inc.; Obayashi Corp.; Oeon Holdings, Inc.; Orix JREIT, Inc.; Odakyu Electric Railway Co. Ltd.; O&H Capital; OJI Paper Co. Ltd.; Okamoto Glass Co. Ltd.; Okinawa Electric Power; Okuwa Co. Ltd.; Onco Therapy Science Inc. Onoken Co. Ltd.; ORIX Corp.; Osaka Gas Co. Ltd.; Overnight Corporation; OX Information; Pasona, Inc.; Peoples Insurance Company of China; PHH Corp.; Pla Matels Corp.; Pochet SA; Point, Inc.; POSCO; Postabank rt; Precision System Science Co. Ltd.; Premier Investment Co.; Promise Co. Ltd.; QP Corp.; Rabobank Nederland; Rakuten Inc. R.S. 2 Software; Rann International; Reins International Inc.; Renaissance Inc.; Renault S.A.; Renown; Renown; Rentokil Initial; Rinnai Corp.; Roland DG Corp.; Royal Bank of Scotland; Ryowa Life Create Co. Ltd.; Sakata INX Corp.; Samsung Electronics Co. Ltd.; San-A Co. Ltd.; Sanko Marketing Foods Co. Ltd.; Sanyo Electric Co. Ltd.; Sapporo Breweries Ltd.; Sapporo Drug Store Co. Ltd.; S&B Foods, Inc.; Sawai Pharmaceutical Co. Ltd.; Sega Toys Ltd.; Seiko Epson Corp.; Senko Co. Ltd.; Sharp Corp.; Shikoku Electric Power Co. Inc.; Shimamura Co. Ltd.; Shiomi Co. Ltd.; Shiseido/Milbon; Shochiku Co. Ltd.; Showa Denko; Showa Shell Sekiyu KK; Shuei Yobiko Co. Ltd.; Silex Technology, Inc.; Siliconware Precision Industries Company; Silicon Sensor International AG; Singapore Telecommunications Ltd.; Site Support Institute Co. Ltd.; SK-Electronics, Ltd.; Skylark Co. Ltd.; Softbank Investment Corp.; Sohken Homes Co. Ltd.; Soiken Inc.; Sotsu Agency; Sparebanken Rogaland; Spectris; SPK Corp.; Stanley Electric Co. Ltd.; STB Leasing Co. Ltd.; St. Marc Co. Ltd.; Studio Alice Co. Ltd.; Sumitomo Chemical Co. Ltd.; Sumitomo Light Metal Industries Ltd.; Sumitomo Metal Industries Ltd.; Sumitomo Metal Mining Co. Ltd.; Sumitomo Mitsui Banking Corp.; Sumitomo Mitsui Financial Group Inc.; Sumitomo Osaka Cement Co. Ltd.; Sumitomo Realty & Development Co. Ltd.; Sumitomo Trust & Banking Co. Ltd./The; Sumitomo Wiring Systems Ltd.; Sunpot Co. Ltd.; Suzuken Co. Ltd.; Suzumo Machinery Co. Ltd.; Ltd.; Sysmex Corp.; Tac Co. Ltd.; Taisei Corp.; Taiyo Life Insurance Company; Taiyo Tuden Co. Ltd.; Takachiho Electric Co. Ltd.; Takara Holdings, Inc.; Tanaka Co. Ltd./Tokyo; Techno Medica Co. Ltd.; Telemedia; Telstra; Telstra Corp Ltd.; T Hasegawa Co. Ltd.; Tietech Co. Ltd.; Tocalo Co. Ltd.; Toho Gas Co. Ltd.; Tohoku Electric Power; Tokai Rika Co. Ltd.; Tokyo Electron Device Ltd.; Tokyo Electric Power Co.; Tokyo Gas Co. Ltd.; Tokyu Corp.; Tokyu REIT, Inc.; Tokyu Store Chain; Tomen Cyber-Business Solutions Inc.; Tomen Devices Corp.; Toray Industries Inc.; Toray Medical; Toshiba Corp.; Touei Housing Corp.; Toyoda Boshoku Corp.; Toyoda Gosei Co. Ltd.; Toyoda Machine Works Ltd.; Toyo Radiator Co. Ltd.; Toyota Credit Canada, Inc.; Toyota Finance Australia Ltd.; Toyota Motor Corp.; Toyota Motor Credit Corporation; Toyo Tire & Rubber Co. Ltd.; TT Electronics; Tullet & Tokyo; UFJ Holdings Inc.; Ulvac Inc.; Union Oil Co. of California; Union Pacific Corp.; United Microelectronics Corporation; United Urban Investment Corp.; US Cellular Corp.; Valic Co. Ltd.; Valor Co. Ltd.; USC Corp.; US Cellular Corp.; VeriServe Corp.; VeriSign Japan KK; Verizon Global Funding Corp.; Viacom Inc.; Vivanco Gruppe AG/Vivanco Electronic; Volkswagen Financial Services AG; Volkswagen International Finance NV; Wacom Co. Ltd./Japan; Warabeya Nichiyu Co. Ltd.; Webzen Inc.; Wella AG; West Japan Railway Co.; Westpac Banking Corporation; Wintest Corp.; World Co. Ltd.; XNET Corp.; Yahoo Japan Corp.; Yokohama Rubber Co. Ltd./The; Yumeshin Co. Ltd.; Yusen Air & Sea Service Co. Ltd.; Zephyr Co. Ltd.

The statements in the two preceding paragraphs are made as of January 1, 2004.

**DSA Market Making.** DSA made a market in securities or ADRs of the following issuers at the time this report was published: Mitsui & Co.; NEC; Millea Holdings; Trend Micro; Crayfish; Makita; Internet Initiative Japan; Fuji Photo Film; Kirin Brewery; Nissan Motor; Sanyo Electric; CSK Corp.; Daiei Inc.; Wacoal Corp.; All Nippon Airways; Bandai; Bridgestone; Casio; Fujitsu; Isuzu; Sega; Sharp; Shiseido; Q.P. Corp.; and Sumitomo Corporation.

**Research Analyst Conflicts.** The principal research analysts who prepared this report have no financial interest in securities of the issuers covered in the report and are not aware of any material relevant conflict of interest involving the analyst or DSA, except as noted: no exceptions.

**Research Certifications.** The views about any and all of the subject securities and issuers expressed in this Research Report accurately reflect the personal views of the research analyst(s) primarily responsible for this report (or the views of the firm producing the report if no individual analyst(s) is named on the report); and no part of the compensation of such analyst(s) (or no part of the compensation of the firm if no individual analyst(s) is named on the report) was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this Research Report.

**Valuation Methods.** Quantitative and qualitative valuation methods may have been used to prepare this research report. Quantitative analyses may include examinations of price:earnings ratios, yield spreads, price:earnings growth ratios, and relative strength analyses. Qualitative considerations may include assessments of company management, product and service evaluations, analyses of business strategies and analyses of competitors' strengths and weaknesses. Upon request, DIRA will provide specific information relating to specific recommendations.

**Ratings.** DIRA currently uses the following rating system, based on the beliefs of the author of the report:

- "1": the security could outperform the S&P 500 by more than 15% over the next six months.
- "2": the security is expected to outperform the S&P 500 by 5-15% over the next six months.
- "3": the security is expected to perform within 5% of the S&P 500 (better or worse) over the next six months.
- "4": the security is expected to underperform the S&P 500 by 5-15% over the next six months.
- "5": the security could underperform the S&P 500 by more than 15% over the next six months.

For the purposes of NASD and NYSE rules, ratings in categories 1 and 2 are considered "buys", rating 3 is considered "neutral", and ratings 4 and 5 are considered "sells".

Prior to April 1, 2002, DIRA rated issues as either A, B, or C according to the following criteria:

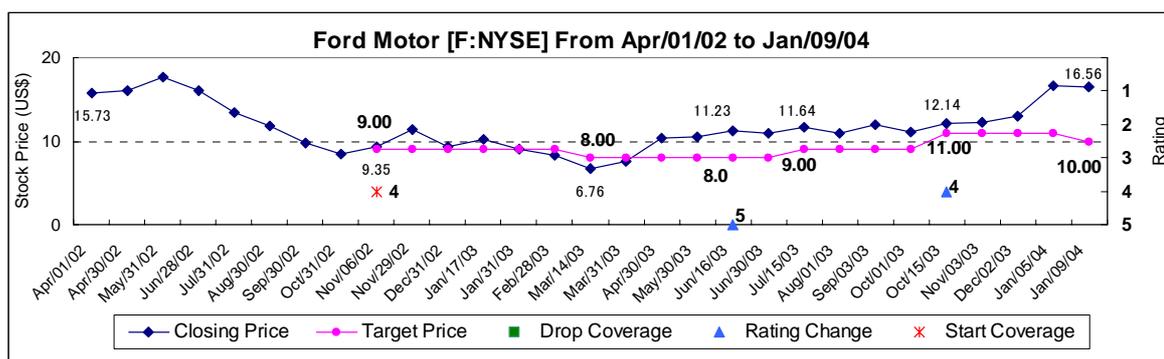
- "A": the security could outperform S&P 500 by more than 10 % over the next six months to one year.
- "B": the security is expected to perform within 10% of the S&P 500 (better or worse) over the next six months to one year.
- "C": the security could underperform S&P 500 by more than 10% over the next six months to one year.

For the purposes of NASD and NYSE rules, ratings in category A were considered "buy", rating B was considered "neutral", and rating C was considered "sell".

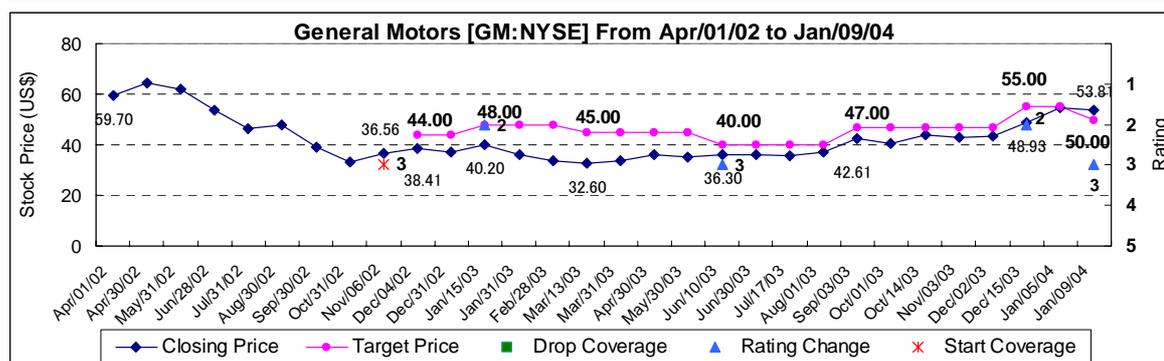
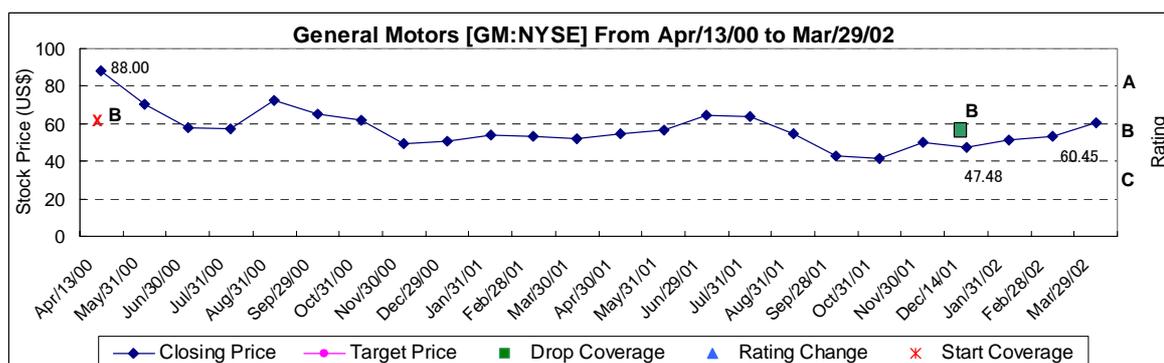
DIRA's recommendations of all securities for which recommendations are made include:

- Rating "1": **5%** of all recommendations (of which **0.0%** of the companies have been investment banking services clients of DSA within the previous 12 months).
- Rating "2": **27%** of all recommendations (**4.3%** have been investment banking services clients of DSA within the previous 12 months).
- Rating "3": **45%** of all recommendations ( **3.2%** have been investment banking services clients of DSA within the previous 12 months).
- Rating "4": **20%** of all recommendations ( **0.0%** have been investment banking services clients of DSA within the previous 12 months).
- Rating "5": **2%** of all recommendations (**0.0%** have been investment banking services clients of DSA within the previous 12 months).

A chart indicating price movements in the security and changes in our ratings or price targets appears below. Disclosures regarding the basis for, and risks of obtaining, certain price targets are contained in the body of this research report.



Date From	Closing Price	Rating Change	Target Price	Drop Coverage	Start Coverage	Analyst
Jul/31/00	26.69				B	Tomioka
Dec/05/01	16.79	C				Tomioka
Dec/14/01	16.10			C		Tomioka
Nov/06/02	9.35		9.00		4	Hayashi
Mar/14/03	6.76		8.00			Hayashi
Jun/16/03	11.23	5	8.00			Hayashi
Jul/15/03	11.64		9.00			Hayashi
Oct/15/03	12.14	4	11.00			Hayashi
Jan/09/04	16.56		10.00			Hayashi



Date From	Closing Price	Rating Change	Target Price	Drop Coverage	Start Coverage	Analyst
Dec/14/01	47.48			B		Tomioka
Nov/06/02	36.56				3	Hayashi
Dec/04/02	38.41		44.00			Hayashi
Jan/15/03	40.20	2	48.00			Hayashi
Mar/13/03	32.60		45.00			Hayashi
Jun/10/03	36.30	3	40.00			Hayashi
Sep/03/03	42.61		47.00			Hayashi
Dec/15/03	48.93	2	55.00			Hayashi
Jan/09/04	53.81	3	50.00			Hayashi

Additional information may be available upon request.