

利上げ局面の米新車販売 供給制約が解消に向かうことで来年は増加の見込み

みずほ銀行 産業調査部(ニューヨーク)
調査役

大澤秀暁
+1-212-282-3613

hideaki.ohsawa@mizuhogroup.com

- 米国のインフレ要因の1つは自動車価格の上昇であり、半導体不足など供給制約によってもたらされた面が強い。供給制約の最悪期は過ぎ、今後、新車供給は徐々に回復すると予想される。
- 一方、今後の金利上昇などは新車需要を抑制する要因になる。しかし、足元の新車販売が供給制約の影響で低位にあるため、供給制約の解消とともに新車販売は回復に向かうとみられる。
- 加えて、これまでの繰延需要の発現や、供給回復による販売価格の低下などが需要を下支えする。利上げ局面としては異例だが、2023年の米新車販売は前年比で増加する見通しである。

1. インフレと自動車価格

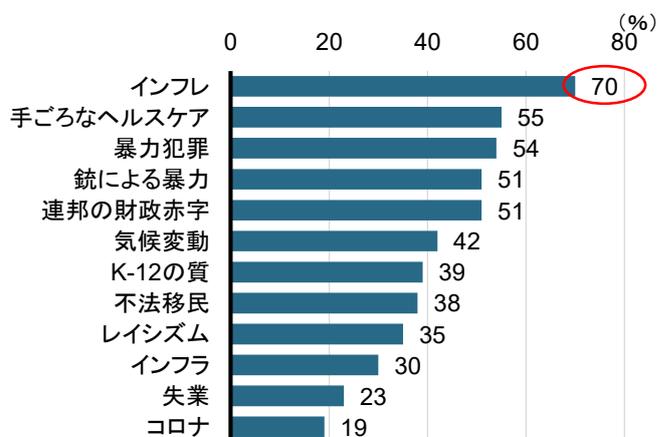
改めて言うまでもなく、目下の米国における最大の問題は高すぎるインフレ率である。2022年4~5月のPew Research Centerのサーベイによると、インフレを「非常に大きな問題である」と答えた米国人の割合は70%に達し、暴力犯罪の54%や気候変動の42%、不法移民問題の38%など、他の11トピックを大きく上回っており、インフレに対する懸念の大きさが伺える(図表1)。

そして、これまでインフレ率を大きく押し上げてきた要因の1つに自動車価格の上昇がある。コロナ禍前の2020年2月から足元(2022年7月)ま

でのCPI(消費者物価指数)累積上昇率は、新車で+18%、中古車で+52%に達する。家賃やその他サービス物価の上昇に伴い、コアCPI(食品・エネルギーを除く総合消費者物価指数)上昇率に対する寄与率は足元でやや低下しているものの、それでも2020年2月からの上昇率に対する累積寄与度の25%程度を占めている(図表2、3)。

自動車価格については、①コロナ禍での安全な移動手段として自動車需要が増加する一方、ロックダウン時の生産停止によって新車供給が減って中古車の代替需要が増加したこと、②景気の先行き不透明感が強まる中で相対的に安価な中古車の需要が増加したこと、などを受けて、2020年半ばごろか

図表1 米国の抱える問題についてのサーベイ

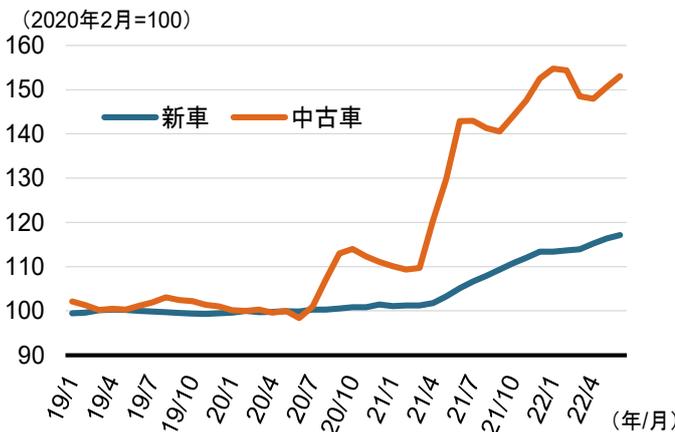


(注)「非常に大きな問題」と回答した割合
(出所)Pew Research Centerより、みずほ銀行産業調査部作成

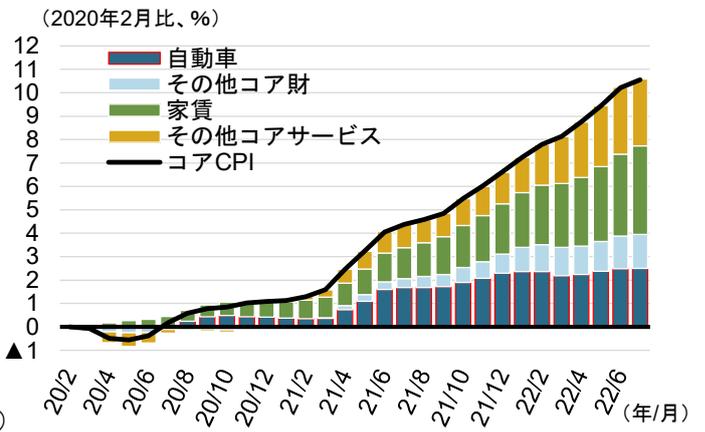
ら中古車価格が先行して上昇した。2021年に入ると、経済の正常化が進む一方、半導体不足によって新車供給が減少したことで新車価格が上昇した。同時に中古車についても新車からの代替需要の増加に加え、リースアップ車両やレンタカー会社からの中古車供給の減少などによって価格が大きく上昇した。

半導体不足の長期化や中国でのロックダウンによるサプライチェーンへの影響などから、新車供給量の低迷、新車在庫の不足は長期化しており、自動車市場は現在も売り手市場が続いている。自動車情報サイトのedmundsによると、2022年1月にMSRP（Manufacturer's Suggested Retail Price、メーカー希望小売価格）を超える価格を支払った新車購入者は82.2%に上り、2021年1月の2.8%、2020年1月の0.3%を大きく上回っている¹。報道では、自動車ディーラーでMSRPを1万ドル上回る金額を提示されたワシントン州の新車購入希望者が、MSRP以下で販売しているディーラーを求めて、8カ月かけて遠く3,000マイル離れたバーモント州のディーラーにたどり着き購入した事例なども紹介されている²。

図表2 CPI（新車、中古車）



図表3 コアCPIの累積寄与度



(出所) 米国労働省より、みずほ銀行産業調査部作成

(注) コアCPIは食品・エネルギーを除く総合消費者物価指数
(出所) 米国労働省より、みずほ銀行産業調査部作成

2. 今後の新車販売市場の見通し

(1) 過去の利上げ局面における新車販売

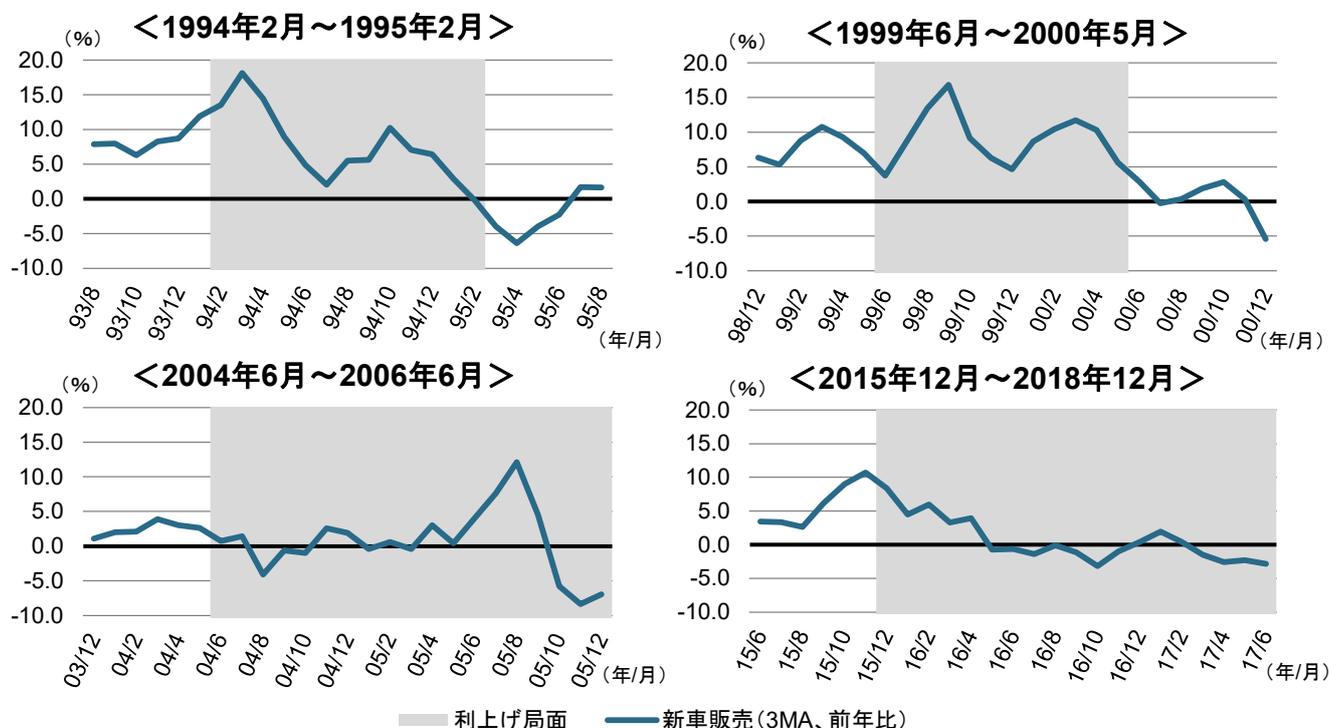
コンサルティングファームのAlixPartnersは「半導体を含む部材の供給不足が2024年まで自動車供給に影響を及ぼす」と予想³しており、自動車調査会社のCox Automotiveも供給不足を理由に2022年の米国新車販売台数予測を2020年水準以下に下方修正⁴するなど、供給制約問題の長期化を予想する向きも多い。とはいえ、供給制約の最悪期は過ぎたとみられ、新車供給はこれから徐々に回復すると予想される。

一方、金利の上昇は、今後の新車需要を押し下げる要因となる。2022年3月から利上げを開始したFRB（連邦準備制度理事会）は、当面利上げを継続する見通しだ。ローンを組んで購入されることが多い自動車は、住宅と同様に金利に需要が左右されやすいため、今後の自動車需要の減少が想定される。

過去を振り返ると、直近4回の利上げ局面における新車販売は、利上げ開始後に伸びが鈍化し、要す

る時間に違いはあるものの、いずれのケースでも前年比マイナス圏に落ち込んでいることが確認できる（図表4）。もちろん、金利以外にも所得、株価、メーカーの販売施策などが販売動向に影響を与えたとみられるが、基本的には金利上昇が需要抑制に働いていた。

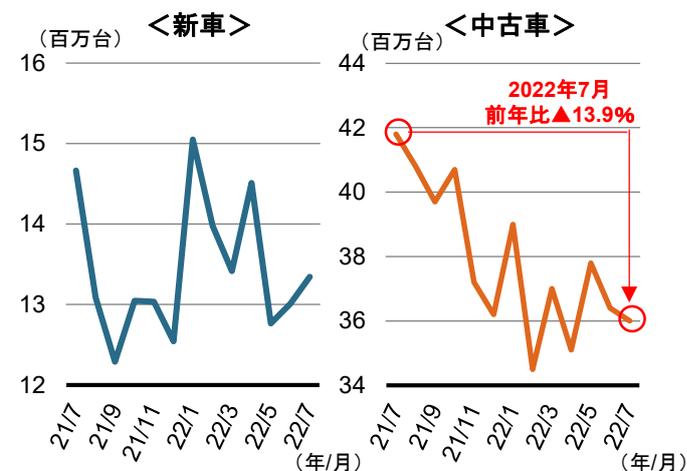
図表4 過去の利上げ局面における新車販売推移（前年比）



(出所)FRB、BEAより、みずほ銀行産業調査部作成

今回、コロナ禍前に17百万台程度であった新車販売台数は、足元で13百万台前後と低迷している。しかし、足元の販売低迷は供給要因が大きく、在庫の増加もまだ見られないことから、潜在的な新車需要はまだ強いとみられる（図表5）。一方、相対的に所得の低い層が購入することが多い中古車市場には、金利上昇に加え、価格上昇、インフレに伴う実質所得の目減りなどを含めた影響がすでに出てきている。Cox Automotiveのデータ⁵によると、7月の中古車販売台数は前年比▲13.9%で、2022年に入ってから減少傾向になっている。中古車販売最大手のCarMaxの決算を見ても、2022年3～5月期の販売台数は前年比▲11.0%となり、2021年12月～2022年2月期の前年比▲5.2%からマイナス幅が拡大している。今後、新車市場にも需要の落ち込みが波及するかが焦点になる。

図表5 新車・中古車販売台数



(注)季節調整値 (出所)BEA、Cox Automotiveより、みずほ銀行産業調査部作成

（２）新車販売台数の推計

新車市場の先行きを考えるために、金利や株価が新車販売台数に与える影響の推計を行った。推計結果と推計に用いたデータ、推計期間は以下のとおりである。月々の支払い負担に影響するオートローン金利、資産効果を通じた消費への影響が大きい株価（ダウ平均）に加え、平均車齢（長期的な自動車性能向上を受けて保有期間が長期化することにより、新車需要の減少要因となる）を説明変数に加えている。

<推計結果>

$$\begin{aligned} \ln(\text{新車販売台数}) = & 2.014 - 0.048 \times \text{オートローン金利} + 0.281 \times \ln(\text{ダウ平均株価}) \\ & (10.06) \quad (-5.43) \qquad \qquad \qquad (12.09) \\ & - 0.153 \times \text{平均車齢} - 0.454 \times \text{リーマンダミー} \\ & (-8.16) \qquad \qquad \qquad (-14.10) \end{aligned}$$

R²=0.83

（推計式下の括弧内はt値）

<データ>

新車販売台数はBEA（商務省経済分析局）のデータを利用し、オートローン金利はFRB公表の商業銀行48カ月新車ローン金利⁶を用いた。ダウ平均株価は終値の四半期平均値、平均車齢については運輸省が公表しているAverage Age of Automobilesを利用した⁷。リーマンダミーは2008年4Q～2009年2Q：1、2009年3Q～2010年2Q：0.5、2010年3Q～2011年2Q：0.25としている。

<推計期間>

1991年1Q～2019年4Q

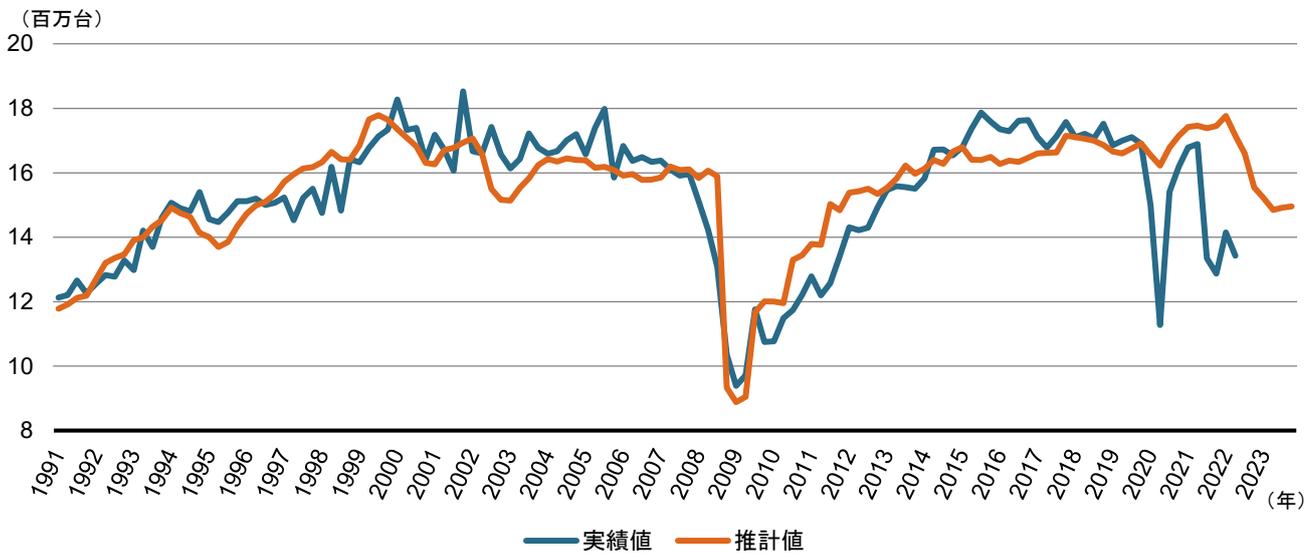
（３）今後の新車販売台数見通しへの示唆

この推計結果と、みずほリサーチ&テクノロジーズの7月26日公表「2022・2023年度内外経済見通し」⁸の数値を用いて今後の新車需要を試算した結果が図表6である⁹。7月公表の内外経済見通しでは、インフレ抑制のためにFRBは2022年内に政策金利を4%まで引き上げ、2023年中も4%で据え置くことを見込んでいる。インフレ・金利上昇を受けて米国経済は2023年に景気後退入りし、それに伴って株価も再び下落すると予想している。

新車販売台数の推計・試算結果を見ると、まずコロナ発生後、2022年にかけて推計値が実績値を大幅に上回っていることがわかる。低金利と好調な株価によって需要要因から予測される新車販売台数の水準は高かったが、供給側の要因によって現実の新車販売台数が押し下げられていたと解釈できる。また、2022年に入ってから、オートローン金利上昇と株価下落を受けて推計値が急速に低下しているが、2023年まで試算を延長しても15百万台程度となっており、現状の新車販売台数水準（13百万台程度）より高い。今後、供給制約が解消していけば、高金利の下でも新車販売台数が回復する余地が

あることを示唆している。

図表6 新車販売台数試算



(出所)FRB、BEA、Haver、DOTより、みずほ銀行産業調査部作成

さらに、下記に述べる2つの要因により、実際の新車需要は本試算の結果を上回る可能性が高い。

第1の要因は、繰延需要の存在である。半導体不足が新車供給の制約要因となり始めた2021年から2022年2Qまで、図表6の推計値と実績値の乖離は累計で1,600万台に達しているが、これは約1年分の新車販売台数に匹敵する。供給制約によって新車を買いたくても買えなかった購入希望者が多く残っているとみられ、こうした繰延需要が当面の新車販売を下支えする。また、新車販売の15%程度を占めるレンタカーなどの法人向けフリート販売についても、自動車メーカーが消費者向け供給を優先してきたため、繰延需要が残っていると見られる。Cox Automotiveによると、2021年のフリート販売は2020年対比で▲4%、2019年対比で▲42%となっており、2021年の新車販売全体が2020年対比で+4%、2019年対比で▲11%であったのに対しマイナス幅が顕著に大きくなっている。

第2の需要下支え要因として指摘できるのは、今後供給の回復により新車取引価格が低下すれば、自動車ローン返済負担の面で、金利上昇の負の影響が緩和される可能性があることである。図表2で示した通り新車価格は大きく上昇しているが、自動車価格情報を提供するKelly Blue Bookのレポートで具体的な平均取引価格(ミッドサイズSUV)を確認すると、2019年12月時点で39,878ドルだったのに対し、2022年6月は47,349ドルと7,500ドルほど上昇している。図表7は新車取引価格とオートローン金利ごとの月

図表7 オートローンの月次支払い額の試算

		取引価格				
		\$40,000	\$42,000	\$44,000	\$46,000	\$48,000
オートローン金利	4%	\$737	\$773	\$810	\$847	\$884
	5%	\$755	\$793	\$830	\$868	\$906
	6%	\$773	\$812	\$851	\$889	\$928
	7%	\$792	\$832	\$871	\$911	\$950

(注)期間は60カ月、頭金なしの想定
(出所)みずほ銀行産業調査部作成

次支払い額を試算したものであるが、ここからわかるのは、オートローン金利が上昇したとしても同時に取引価格が低下していれば、金利上昇負担はかなり緩和されるということである。例えば、オートローン金利が4%から6%に上昇しても、新車価格が44,000ドルから42,000ドルに2,000ドル低下すれば、月々の支払い額は2ドル増加するだけで、ほとんど変わらない。今後予想されるオートローン金利上昇は家計の支払負担増につながるものの、新車供給の増加により新車取引価格が低下することにより、金利上昇の影響はある程度緩和されると考えられる。

以上のように、みずほリサーチ&テクノロジーズが予測している今後の金利上昇や株価低下は新車需要の減少要因になるが、供給制約が解消に向かうことにより、来年にかけて実際の新車販売台数は回復する可能性が高い。繰延需要の存在や新車価格の低下も、需要を下支えすると予想している。インフレ、金利上昇の影響で財消費が減少傾向になっている中で、実質財消費の6%を占める新車購入の増加が見込まれることは、個人消費の下支え要因となる。一方、それは自動車部門の生産や雇用を維持することにつながるため、FRBが目指す需要抑制による賃金・物価の鎮静化には逆行することになる。金融市場参加者の一部にFRBが2023年中に利下げに転じるとの見方もあるが、供給制約に伴う未実現需要が顕在化することは、需要・インフレの抑制を妨げる要因になる。みずほリサーチ&テクノロジーズは、結果として2023年のインフレ率低下ペースは緩やかなものにとどまると予測している。

¹ Edmunds, '8 out of 10 of Car Shoppers Paid Above Sticker Price for New Vehicles in January, According to Edmunds,' February 15, 2022.

² The Guardian, 'Soaring US car prices compel buyers to travel thousands of miles for deals,' June 17, 2022.

³ AlixPartners. '2022 ALIXPARTNERS GLOBAL AUTOMOTIVE OUTLOOK,' June 22, 2022.

⁴ Cox Automotive, 'Cox Automotive Lowers Full-Year New-Vehicle Sales Forecast as Persistent Supply Problems Continue to Hold Back Auto Industry,' June 28, 2022.

⁵ Cox Automotive, 'Estimated Monthly Used-Vehicle SAAR and Volume,' August 16, 2022.

⁶ FRBのデータには60カ月、72カ月新車ローン金利もある。足元の平均新車ローン期間は70カ月程度であることを踏まえると、60カ月、または72カ月のデータを使う方が推計上は適切だが、データの利用可能期間が48カ月新車ローン金利の方が長い。今回は48カ月新車ローン金利を用いた。

⁷ 運輸省公表のAverage Age of Automobilesは年単位のデータであるため、利用にあたって四半期データへの分割を行った。また、1995年より前のデータは存在しないため、1991年から1994年については延長推計している。

⁸ みずほリサーチ&テクノロジーズ(2022)「2022・2023年度内外経済見通しーグローバルインフレと世界経済の行方ー」(2022年7月26日) <https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/report/research/forecast/2022/outlook220726.html>

⁹ ダウ平均は、みずほリサーチ&テクノロジーズ7月公表の内外経済見通しを基に2023年平均で28,175としている。オートローン金利は、内外経済見通しの金利見通しと過去の国債利回りとおとローン金利のスプレッドから2023年平均で6.35%とした。平均車齢については2015~2019年の平均上昇幅(1年ごとに平均車齢が0.8年上昇)を用いた。

[PR] YouTube 動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート (無料) を配信中!

~国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供~

▽メルマガ(登録無料)では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



(QRコードはデンソーウェーブの登録商標です)

お問い合わせ：調査本部メールマガジン事務局 (03-6808-9022, chousa-mag@mizuho-rt.co.jp)

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。