



## Washington D.C. Political and Economic Report

Masaharu Takenaka 竹中 正治

ワシントン駐在員事務所 所長

(202)463-0477, mtakenaka@us.mufg.jp

ワシントン情報 (2006 / No.069)

2006年11月2日

### 米国住宅価格の先安を示す CME 住宅価格先物相場

住宅投資の急速な減少を主因に米国の第3四半期実質 GDP 成長率は年率 1.6%に低下した。問題は住宅価格の下落がどの程度進むか、負の資産効果などを通じて、価格下落が個人消費をどの程度押し下げるかである。市場参加者の住宅価格の予想（期待）を知る上で、今年5月から取り扱いが始まったシカゴ商品取引所（CME）の米国住宅価格指標の先物取引価格動向が注目される。全米 10 都市を対象にした住宅価格指標の先物取引価格は、大都市圏の住宅価格が来夏にかけて年率 7~10%程度の範囲で下落するという予想を示している。

#### 【住宅市況の最新動向】

商務省発表によると、2006年第3四半期の実質 GDP 成長率は前期の年率 2.6%から 1.6%に低下。低下の主要な原因は実質住宅投資の減少であり、前期比年率 17.4%の減少を示した（前年同期比 7.7%減）。また価格指数では、新築住宅中央価格が前年同期比 9.7%減と過去 36 年間で最大の下げ幅を記録（前月比では 9.3%減）。中古住宅中央価格も前年同期比で 2.2%下落した。中古住宅価格が前年同期比ベースで 2ヶ月連続の低下をしたのは 1990 年以来初めてである。

今後も当面は住宅市場の失速が経済成長のある程度の減速要因として継続するという景気観測は、既にエコノミストの間でもコンセンサスになりつつあるが、一方で市場参加者はどの程度の住宅価格の下落を予想に織り込んでいるのだろうか。

#### 【CME 住宅指標先物取引の概要】

シカゴ商品取引所（CME）は今年5月、電子取引プラットフォーム CME Globex において、米国住宅価格指標の先物取引を開始した<sup>1</sup>。CME で取引される住宅価格先物は全米 10 都市<sup>2</sup>およびそれらの加重総合指標を対象としたもので、住宅価格エクスポージャーのリスクヘッジを可能にすると共に、市場参加者の期待住宅価格変化を示す情報源として注目に値する。

CME 住宅価格先物が取引決済に用いるのは、「S&P/Case Shiller 住宅価格指標」と呼ばれる住宅指標である。これは Standard & Poor's 社が Karl E. Case と Robert J. Shiller の「Repeat sales method」を基に作成しているもので、過去 2 回以上売買された住宅の購買価格データを回帰分

<sup>1</sup> CME Housing Futures の詳細については以下のウェブサイトを参照されたい。

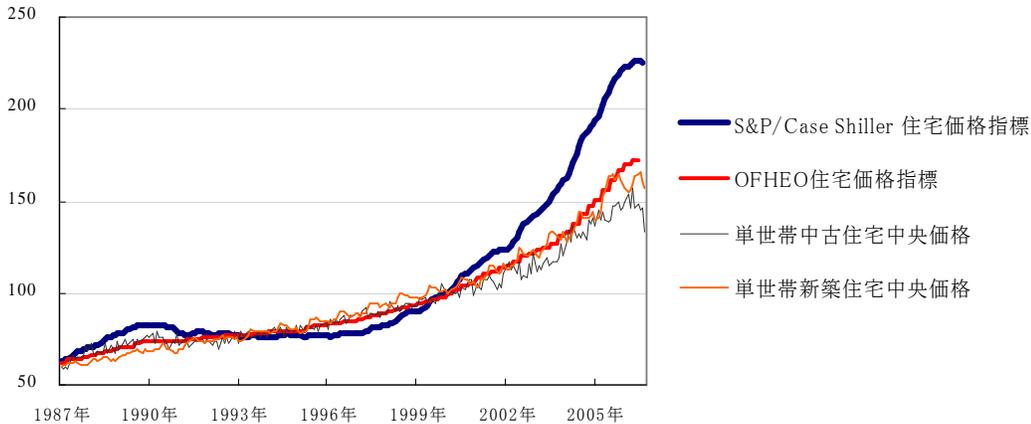
[http://www.cme.com/trading/prd/overview\\_HNG18558.html](http://www.cme.com/trading/prd/overview_HNG18558.html)

<sup>2</sup> ボストン、シカゴ、デンバー、ラスベガス、ロサンゼルス、マイアミ、ニューヨーク、サンディエゴ、サンフランシスコ、ワシントン D.C. の 10 都市。



析にかけることにより求められる。政府発表の諸住宅価格統計の内では、OFHEO 住宅価格指標が同様に「Repeat sales method」を用いている。しかし、S&P/Case Shiller 住宅価格指標は、その情報源が Fannie Mae/Freddie Mac の適格住宅ローンに限られていないこと、および使用情報を住宅価格鑑定に頼らないことなどの点で OFHEO 統計と異なる。図表 1 は S&P/Case Shiller 住宅価格指標と政府統計住宅指標の歴史的推移を比較したものである。

図表 1：S&P/Case Shiller 住宅価格指標と政府統計住宅指標の歴史的推移（2000年=100）



出典：Standard & Poor’s 社および Global Insight 社統計に基づき当駐在作成

S&P/Case Shiller 住宅価格指標は毎月の最終火曜日に発表されるが、これは発表の 2 ヶ月前の時点における四半期住宅価格を示したものである。CME 住宅価格先物は毎年 2 月/5 月/8 月/11 月を決済期限とし、決済当日の S&P/Case Shiller 住宅価格指標に対して支払額を計算する。一例として、2007 年 2 月先物の取引価格指標には、2006 年 10 月/11 月/12 月に売買された住宅価格を反映する S&P/Case Shiller 住宅価格指標（2007 年 2 月発表）が用いられる。契約一件の金額は発表価格指標に 250 ドルをかけたもので、最低金額単位は 50 ドル（0.20 index point）である<sup>3</sup>。CME 取引所では住宅価格先物に対するオプションも取引されている。

図表 2：CME 住宅価格先物/先物オプションの概要

	先物	オプション
契約規模	契約一件につき、S&P/Case Shiller 住宅価格指標かける 250 ドル。	先物契約一件
最低価格変動単位	0.20 index point (50 ドル)	0.10 index point (25 ドル)
取引時間	日曜日から木曜日、5:00 PM - 2:00 PM (中央時間) の間、電子取引プラットフォーム CME Globex にて実施。	月曜日から金曜日、8:00 AM - 2:00 PM (中央時間) の間 CME 取引所にて実施。
契約月	毎年 2 月、5 月、8 月、11 月	毎年 2 月、5 月、8 月、11 月
最終決済期日	契約月最終火曜日の 12:00 正午	契約月最終火曜日の 12:00 正午
行使価格	該当無し	市場価格の上下 5 index point

出典：Chicago Mercantile Exchange, “CME Housing Futures and Options”に基づき当駐在作成

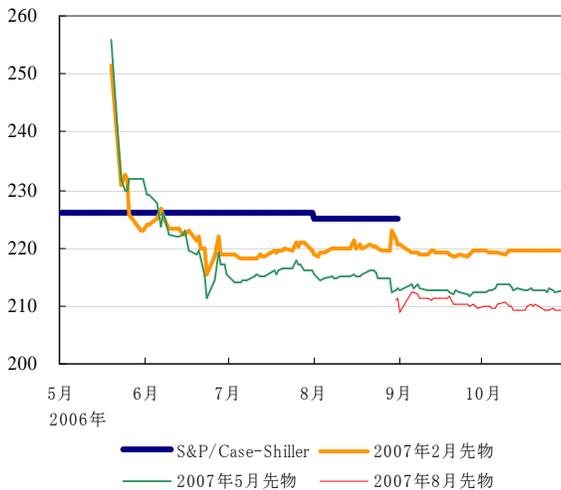
<sup>3</sup> 一例として、ロサンゼルス住宅価格指標が 207.82 と発表された場合、ロサンゼルス指標に対する CME 住宅価格先物の契約価値は 5 万 1955 ドル (= \$250 × 207.82)。

【市場参加者の期待住宅価格変化】

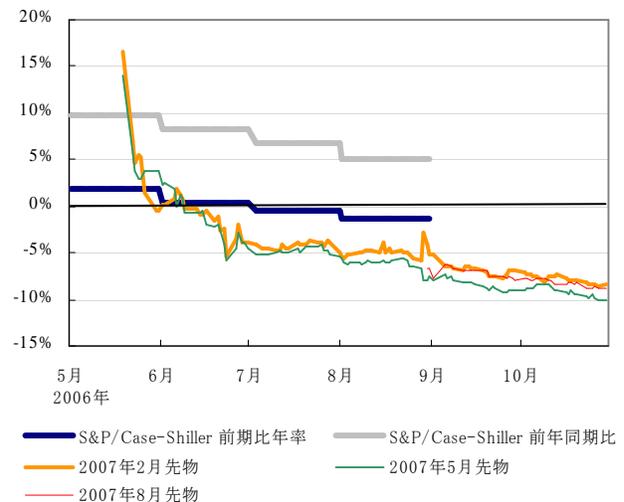
現時点の住宅価格指標と先物取引価格を比較することで、市場参加者の期待する価格変化を知ることができる。図表 3 は S&P/Case Shiller 総合指標（全国住宅価格）の実際の指標値とその先物取引価格の比較から算出した期待価格変化率を示したものであるが、先物取引価格には住宅価格下落の期待が明確に表れている。

図表 3：CME 住宅先物取引価格と期待住宅価格変化率の趨勢

a) 先物取引価格推移



b) 指標の変化率及び指標と先物乖離率（年率）



出典：Bloomberg および Standard & Poor's の資料を基に当駐在作成

S&P/Case Shiller 総合指標は今年 6 月（2006 年 8 月発表）から前月比減少を示している。先物価格は総合指標（直物水準）を上回って（先物プレミアム）で 5 月にスタートしたが、6 月には総合指標を下回り、先物ディスカウントに転じた。2007 年 5 月決済の先物価格（2007 年第 1 四半期住宅価格指標）は 2007 年 2 月先物価格（2006 年第 4 四半期住宅価格指標）を下回り、10 月末現在までにその差を拡大。今年 8 月末から取引の始まった 2007 年 8 月決済の先物（2007 年第 2 四半期住宅価格指標）の取引価格も両者を下回り、全国住宅価格は来年夏にかけて 8~10%程度低下するという予想シナリオが反映されている。

住宅価格先物のこうした取引価格動向は、住宅価格指標の伸び率鈍化あるいは下落傾向を反映したものである。今年春まで 10%を越える上昇を示し続けた S&P/Case Shiller 総合指標の前年同期比変化率は、今年 5 月から一桁台に低下。2006 年 8 月現在（10 月発表）では 5.16%に下げた。前期比年率変化では 2006 年 7 月からマイナス成長に転じ、8 月現在では年率 1.44%の下落を記録<sup>4</sup>。先物取引価格が示す期待変化率も、こうした指標動向に平行する形で低下した。2006 年 10 月 30 日現在では、2007 年 2 月決済先物は年率 8.45%のディスカウント、2007 年 5 月決済先物は年率 9.99%ディスカウント、2007 年 8 月決済先物は年率 8.90%のディスカウント

<sup>4</sup> S&P/Case Shiller 住宅価格指標の月次統計は発表時から過去 3 ヶ月間の住宅販売価格を示したものである。仮に月次指標が過去 3 ヶ月における住宅価格の単純平均を示したものであるとすると、前月発表からの変化率は 3 ヶ月前からの変化率を示すことになる。従って、上記推算の前期比変化率は、月次統計変化率に乗数 4 を適用して年率化した。



となっている。

図表 4 は 2007 年 8 月 CME 住宅先物価格から算出した期待価格変化率を地域ごとに見たものである。期待変化の程度にはばらつきがあるが、大都市圏の住宅価格は全て来年第 2 四半期にかけて 5~8% 程度の値幅（年率では 7~8%）で下落すると見込まれている。

図表 4 : 2007 年 8 月先物価格に見る全米各都市の期待住宅価格変化率

	S&P/Case Shiller			先物取引価格	期待価格変化	
	10 月 30 日現在	前期比年率変化	前年同期比変化		指標と先物の乖離率	年率化した乖離率
総合指標	225.99	-1.44%	5.16%	209.20	-7.43%	-8.90%
ボストン	177.79	-1.12%	-2.41%	165.80	-6.74%	-8.09%
シカゴ	167.57	1.01%	6.45%	159.20	-4.99%	-6.00%
デンバー	140.25	0.06%	2.25%	133.40	-4.88%	-5.87%
ラスベガス	234.29	0.84%	4.57%	215.40	-8.06%	-9.66%
ロサンゼルス	273.85	-0.07%	9.04%	255.60	-6.66%	-7.99%
マイアミ	278.33	-2.18%	12.87%	255.00	-8.38%	-10.04%
ニューヨーク	214.51	-2.91%	5.24%	199.20	-7.14%	-8.56%
サンディエゴ	249.05	-2.78%	-0.46%	230.80	-7.33%	-8.78%
サンフランシスコ	217.64	-0.75%	2.05%	204.40	-6.08%	-7.30%
ワシントン D.C.	250.20	-3.35%	2.49%	232.40	-7.11%	-8.53%

出典：Bloomberg および Standard & Poor's の資料を基に当駐在作成

勿論、こうした先物価格の動向は市場参加者の将来期待が変化すればそれに応じて急速に変化する。また、本件先物取引は始まったばかりで、他の主要な住宅価格指標との相関関係などを吟味するには履歴が短すぎる。ただし、唯一の住宅価格指標の上場先物相場として、今後の住宅価格動向・市場参加者の期待変動を考える上で、注目に値しよう。

(担当：前田武史)

(e-mail address : [tmaeda@us.mufg.jp](mailto:tmaeda@us.mufg.jp))

以下の当行ホームページで過去 20 件のレポートがご覧になれます。

<https://reports.us.bk.mufg.jp/portal/site/menuitem.a896743d8f3a013a2afaace493ca16a0/>

本レポートは信頼できると思われる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。意見、判断の記述は現時点における当駐在所長の見解に基づくものです。本レポートの提供する情報の利用に関しては、利用者の責任においてご判断願います。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は、出所をご明記ください。

本レポートのE-mailによる直接の配信ご希望の場合は、当駐在所長、あるいは担当者にご連絡ください。