6月12日の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、年内の利下げ回数が３回から１回へと大幅に変更された。インフレ見通しの悪化を受けた修正とされるが、実はこれらは、見通しと実際の政策運営との間に大きなギャップがあることを露呈している。パウエル議長が好んで使う「3カ月前比年率」というインフレ率の計測方法に従えば、9月の利下げ開始はむしろ確実と言えそうだ。ただその先、利下げテンポが早まるかどうかは、雇用情勢や米企業動向にも左右される。パウエル議長をはじめとするFOMC高官が軽視するR-starの議論も避けられないだろう。

**見通しに織り込まれなかった5月米CPI**

今回のFOMCで最も関心を集めたのが、インフレ見通しの悪化と利下げ見通しの後退であった。2024年末のコアインフレ率見通しは前回の2.6%から2.8%に引き上げられた。一方、見通し発表の朝、米国労働省が発表した5月米消費者物価指数（CPI）において、コアCPIが前月比0.16％と大幅に減速したことが明らかになった。そのため記者会見では、「今朝のCPIは反映されているのか」という質問や、「年末までにインフレは悪化する見通しなのか？その中で利下げができるとは思えない」という記者もいた。

パウエル議長は、FOMC当日に発表される経済指標については「一般的には、数人が見通しに反映するものの、ほとんどの参加者は見通しを変更することはない」と説明した。これまでの記者会見や講演などでも繰り返し指摘されてきたことだが、特定の経済指標ではなく、さまざまな指標から総合判断するという、いわば「規律」が働いているということだろう。パウエル議長の説明から、今回の5月米CPIも見通しにはほとんど反映されていないと考えられる。このことは、FOMC参加者が、4月米CPIが見せたディスインフレの胎動を「あえて」軽視した見通しを作成したことを示唆している。

前月5月中旬に発表された4月米CPIでは、コアCPIが前月比0.3%となったことで、1月から3月まで続いた0.4%という「悪夢」から解放され、ディスインフレ再開への期待が高まった。ディスインフレがさらに進んだ５月米CPIと合わせれば、その期待は一段と強まったはずである。しかし、FOMC参加者らがインフレ見通しを作成する段階では、ディスインフレは4月だけの現象に過ぎなかった。インフレ退治に失敗しないためには、単月のディスインフレを見通しに織り込むわけにはいかなかった。

しかし今回のFOMCを経て、ディスインフレは2カ月連続で観察されたことになった。9月会合までに発表される３カ月分のインフレ指標の大半が落ち着くなら、9月利下げの蓋然性は高いだろう。

**３カ月前比年率ではインフレ判断が全く異なることに**

加えて重要な点がある。上方修正されたインフレ見通しは、その数字が示すほど（先の質問を投げた記者の懸念ほど）先行きのインフレ圧力の根深さを想定したものになっているわけではない。むしろ答えはその逆だ。

そのロジックを解説しよう。まずFOMC開催前日の6月10日時点におけるコアPCEデフレーターの予測値（5月、６月：クリーブランド連銀の「インフレーション・ナウキャスティング」）と、FOMC参加者のインフレ見通しを組み合わせると、見通しに織り込まれた7月から12月までの平均インフレ率（前月比0.17%）を求めることができる。

次に、パウエル議長が好んで使う3カ月前比年率に換算すると、直近4月の3.5%に対し、7月には2.5%、9月以降は2.1%へとコアインフレ率が急激に低下する。FOMC参加者の見通し通りなら、9月以降にはほぼ物価安定が達成されることになる（図1）。

最後に、FOMC後（＝5月米CPI発表後）のインフレーション・ナウキャスティングの予測値を反映させると、上記のモノサシで測った物価安定の達成時期は7月に前倒しになる。パウエル議長は今回の見通しを「かなり保守的」と説明したが、実際の政策運営にとって重要なインフレのモノサシでみれば「かなり保守的に見積もっても、インフレは大幅に好転していく」だろう。

つまり、６月会合での見通し通りに今後インフレ率が推移すれば、9月会合で公表されるインフレ見通しは下方修正され、政策金利見通しでは利下げ回数が増えることになる。実際、今回の政策金利見通しでは、年内利下げなしが4人、1回の利下げが７人、２回の利下げが８人となっており、風向きは容易に変わりうる。変動が大きい（バンピーな）インフレ動向に遅れを伴いつつ、政策金利見通しもバンピーになっている。

**広がる金融引き締めの影響、地方都市で悪化する雇用**

米国経済には金融引き締めの影響が広がりつつある。もともと、国際金融危機以降の厳しい金融規制のおかげで不良資産の芽がないままパンデミックに見舞われたため、歴史的な引き締めでも景気後退入りを回避できているという強さを持つが、永遠の強さが保証されているわけではない。

米家計では、物価高と高金利による利払い負担増に苦しむ低所得層と、資産所得で潤う高所得層という二極化がみられ、これまでのところは後者が消費をカバーしてきた。しかし高金利が長引くなか、延滞率の上昇など着実に傷は広がっている。

さらにパウエル議長が記者会見で指摘したように、米雇用情勢は急速に悪化する傾向を持つ。5月米雇用統計は予想以上の強さを見せたが、先行き不安は残る。例えば全米に散らばる大都市圏（メトロポリタン・エリア）の失業率の動きをみると、すでに半数で失業率が前年から0.5%ポイント以上の上昇を見せている。この割合は、パンデミック時を除く過去２度の景気後退入り時よりも高い（図２）。移民の急増が一因かもしれないが、多くの地方都市で労働需要が労働供給に追いつかない状況に陥り始めている。

**高金利に耐える米企業、R-starの上昇示唆**

厄介なのは高金利にもかかわらず、米企業が示す粘り強さである。景気後退リスクが薄れたことで、投資家の旺盛な運用需要が高まり、プライベート・デットやシンジケート・ローンを通じて、低格付け企業ですら好条件で資金繰りを行えている。米大手地銀の破綻によって一時的に厳格化した米銀の与信も、現在では貸し渋りショックが解消されていることがFRBの研究で明らかになっている。

こうした米企業とそれを支える金融の動きはグッドニュースだが、実はそれ自体が自然利子率（R-star）の上昇を示唆する。R-starの上昇は、その分だけ利下げ余地が少ないことを意味し、高金利の長期化につながる。景気拡大の恩恵が均一には広がっていない以上、先に触れた米家計の二極化を深刻化させ、その結果、米国経済を不安定化させかねない。

1960年から2019年までの先進13カ国におけるインフレ退治を調査したFRBの研究によれば、ソフトランディングを伴う成功ケースは25ケース中、わずか5ケースにとどまったという。２割の勝率をFRBは手にできるのか。まだまだ答えは見えない。