

## 米国経済：AI ディスインフレ論に逆行するインフレ圧力

AI による生産性向上は現状では一部業種に限られており、短期的なインフレ抑制のドライバとして扱うには不確実性が高い。足元の単位労働コストの鈍化も、AI 効果というより労働需給の緩和による賃金上昇の鈍化が主因である。一方で、AI ブームに伴うデータセンター投資の拡大は、メモリチップなどの価格高騰を招き、短期的には一定のインフレ圧力として作用している。金融政策の面では、FRB 内でも AI の物価への影響について見方が分かれており、成長力向上に伴う中立金利の上昇の可能性も指摘されている。FRB は AI の影響を決め打ちして政策を進める可能性は低い。当面は、足元の地政学リスクなど他のインフレ上振れリスクも注視しつつ、実際の経済データに基づいた慎重な政策運営を進める状況が続くと予想される。

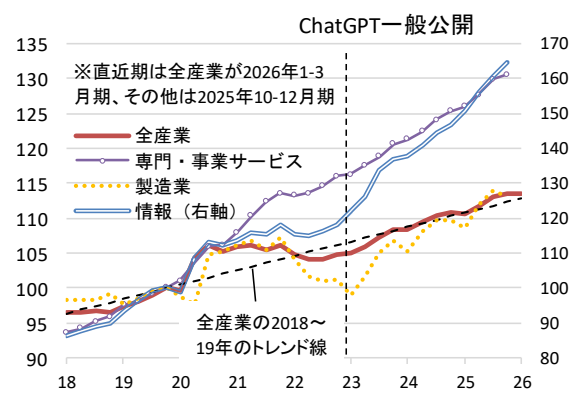
### AI 生産性革命によるディスインフレ効果：現状限定的で不確実性高い

AI 技術の活用が進み、生産性が向上してコストが圧縮されることで、インフレ抑制の力が働くという考えがある。ウォーシュ FRB 新議長も就任前の情報発信において、AI がもたらす生産性向上を「我々の生涯で最大の生産性向上ウェーブ」と評価し、これが構造的なディスインフレ圧力として作用すると主張していた<sup>1</sup>。

この点に関しては、ChatGPT が一般公開された 2022 年冬以降、米国の労働生産性は幾分加速しているようにみえるものの、中長期のトレンドから大きく乖離するものではない（右図）。業種別にみると、AI 技術の活用が先行して進んでいるとみられる「情報」産業が 2023 年ごろから生産性を加速させている。また、「専門・事業サービス」もコロナ禍で生じた人手不足を省力化で乗り越え、高い生産性を維持している。ただ、その他の幅広い業種においては、生産性の明確な変化は確認できていないのが実情である。

ウォーシュ議長が引き合いに出す 1990 年代後半以降の IT 革命時と照らし合わせると、労働生産性が本格的に加速するとしても、今後数年に渡ってのことと考えられる（右図）。したがって、向こう 1 年程度の金融政策の方針を決める前提としては、不確実性が高いものと扱わざるを得ない。

労働生産性(2019年10~12月期=100)

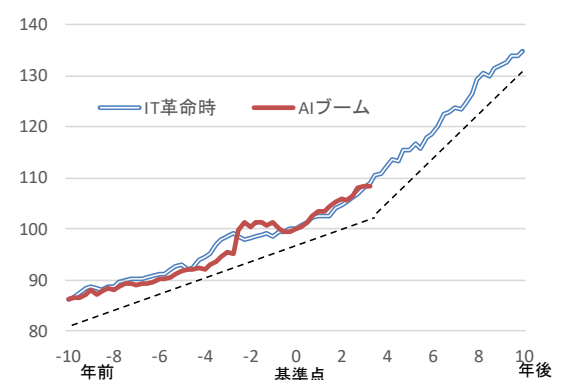


(出所) CEICをもとに伊藤忠総研作成

(注)労働生産性は就業1時間当たりベース。

各業種は就業者1人当たりベースをもとに推計。

労働生産性(基準点=100)



(出所) CEIC

(注)IT革命時はWindows95が発売された1995年7-9月、AIブームはChatGPTが一般公開された2022年10-12月を基準点とした。

<sup>1</sup> 2025 年 11 月 16 日の WSJ への寄稿文 “The Federal Reserve’s Broken Leadership” でも、“AI will be a significant disinflationary force, increasing productivity and bolstering American competitiveness.” と述べている。ただ、議会での FRB 議長承認に向けた公聴会では「AI とインフレについてはより調査が必要だ」と主張のトーンを弱めている。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

他方で、足もとにかけて単位労働コスト（ULC）の伸びが鈍化していることは、インフレ鈍化のサポート材料となり得る。ULC とは、「労働投入あたりの雇用者報酬（平均賃金）」を「労働生産性」で割った指標であり、ULC の低下は企業側の賃金コスト負担が和らいでいることを意味する。

ただし、足元の ULC 鈍化は、労働生産性の伸びというよりも、平均賃金の伸び鈍化が大きく影響している（右図）。AI による労働力の代替が賃金低下をもたらしているとの見方もあるが、AI 活用が進む「情報」産業では賃金の伸びが底堅いことを踏まえると、AI と賃金鈍化の関連性は現時点では小さいと考えられる。むしろ、労働市場の需給が緩和し、企業の採用意欲が全体的に弱まったことで、幅広い業種の賃金の伸びが鈍化していると考えるのが自然だろう。

### AI 関連財の価格上昇圧力:「チップフレーション」によるインフレリスク

生産性向上によるディスインフレ効果が不確実な一方で、AI ブームはデータセンターの建設ラッシュをもたらし、一部の財の需給ひっ迫を招くことで、インフレ要因として作用している。

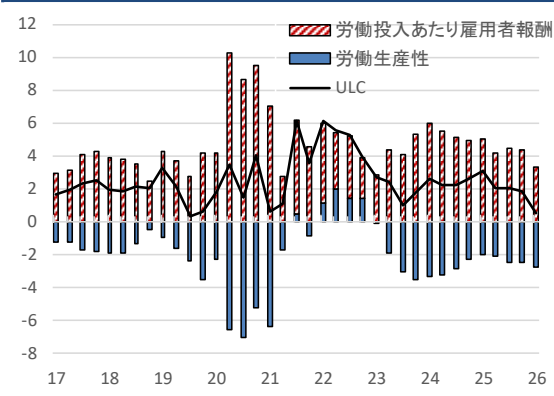
消費者物価に影響し得るものの中で、特に価格上昇が著しいのがメモリチップ（DRAM など）である。AI データセンターは膨大な計算能力を支えるために大量のメモリを消費している。半導体メーカーは高利益率の AI 向けチップの生産を優先しているため、PC やスマートフォン、自動車、医療機器などに使われる汎用メモリの供給が不足し、価格転嫁が進んでいるとの見方もある。2026 年末には世界のメモリチップ生産の約 70% を AI データセンターが占めるとの予測もある。この需要急増により、メモリ価格は過去 1 年間で急騰し、「チップフレーション（Chipflation）」という言葉が生まれるほどである。

この状況は、米国の物価関連指標でも確認できる。AI 関連の輸入物価は上昇し、その影響で生産者物価指数（PPI）の川下の「ストレージデバイス」や川上・川中の回路基盤などの土台を含む「電子部品および付属品」の価格は加速している（次ページ左上図）。消費者向け財（モノ）の価格への波及も早く、消費者物価指数（CPI）や個人消費支出（PCE）デフレーターにおける「コンピュータソフトウェアおよび周辺機器」の価格も急騰した<sup>2</sup>（次ページ左上図）。

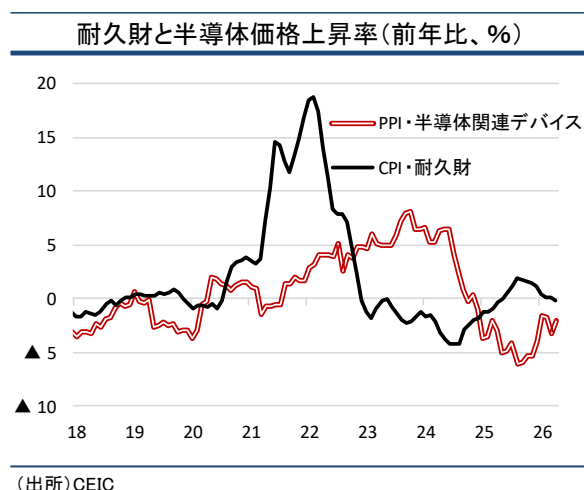
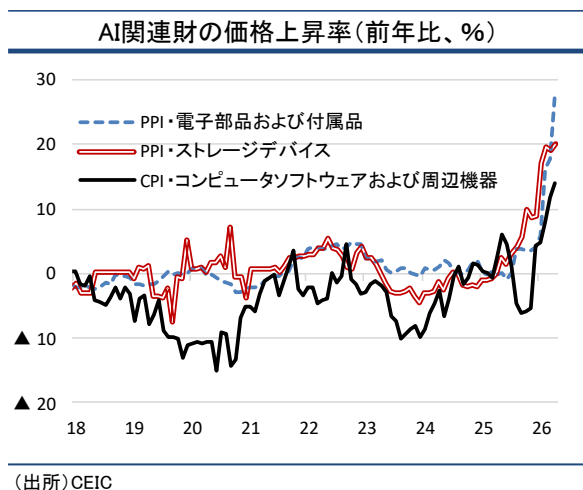
もともと、こうした価格上昇が、2021～2022 年のコロナ禍からの回復期に見られたような、幅広い耐久財の価格急騰という事態にまで発展する恐れは、現時点では小さい。当時は強い財需要と供給網の混乱が重なり、半導体関連デバイスの価格上昇に先行して、自動車など耐久財全体に強いインフレ圧力が生じていた（次ページ右上図）。今回のようにメモリ価格の上昇が単独で CPI 全体を大きく押し上げることは見通し難い。ただ、いずれにしても、AI ブームが短期的には一定程度インフレ圧力になる状況 には間違いない。

<sup>2</sup> CPI と PCE デフレーターでは「コンピュータソフトウェアおよび周辺機器」の全体に占めるウェイトが大きく異なり、インフレ圧力をみる上でどの程度深刻な状況とみるべきか意見が分かれる。ミラン元 FRB 理事の論文 “Measurement of “Computer Software and Accessories” Inflation” に詳細が記述されている。

ULC前年比（%、%pt）



(出所)CEIC



### FRB 高官の見方は分かれる: 中立金利の上昇と金融政策の行方

FRB 内では、AI が長期的に米国の生産性を押し上げ、経済成長に寄与するという見方については概ね一致している。一方で、それが物価や政策金利に及ぼす影響については、高官の間で見方が分かれている。

ウォーシュ議長は、前述の通り、AI によるディスインフレ効果を強調し、経済を冷やすことなく利下げを進める余地があるとの立場をとってきた。しかし、他の FRB 高官からは慎重な声が相次いでいる。クック理事、セントルイス連銀のムサレム総裁などは、AI による生産性向上の効果に期待を寄せつつも、AI 投資に伴う需要増（データセンター建設や電力需要など）はすでに顕在化しており、短期的にはインフレを押し上げる要因になると指摘している。

中長期的には、生産性向上によるディスインフレ効果の可能性はあるが、その規模や時期については不確実性が高い状況と考えられる。さらに、AI によって経済の成長力が高まれば、企業の投資に対する期待収益率が上がり、資金需要も強まる。その結果、経済を熱しも冷ましもしない「中立金利」が構造的に上昇するとの見方もある<sup>3</sup>。中立金利が上昇するという事は、インフレを抑制するために、FRB は最終的に政策金利を従来よりも高めの水準に据え置かなければならないことを意味する。

こうした状況のもとでは、FRB は AI の物価に及ぼす影響に関する議論を積極化すると考えられるが、結論を決め打ちして金融政策を進めていく可能性は低いだろう。足元では、イラン情勢の悪化に伴うエネルギー価格の上昇など、AI 以外のインフレ上振れリスクが支配的である。FRB は引き続き、実際の経済データに基づいた慎重な政策運営を余儀なくされる状況が続くと予想される。

<sup>3</sup> 中立金利の研究で有名な NY 連銀のウィリアムズ総裁は、5月の講演“Productivity Growth and the Challenge of Real-Time Policymaking”で、生産性の変化は数年単位の時間がかかるとしたうえで、「AI で経済成長率が向上し、その認識が広がれば、中立金利は上昇する」という趣旨のこと述べている。