

米国経済：エネルギー高のインフレ影響（BB モデルによる検証）

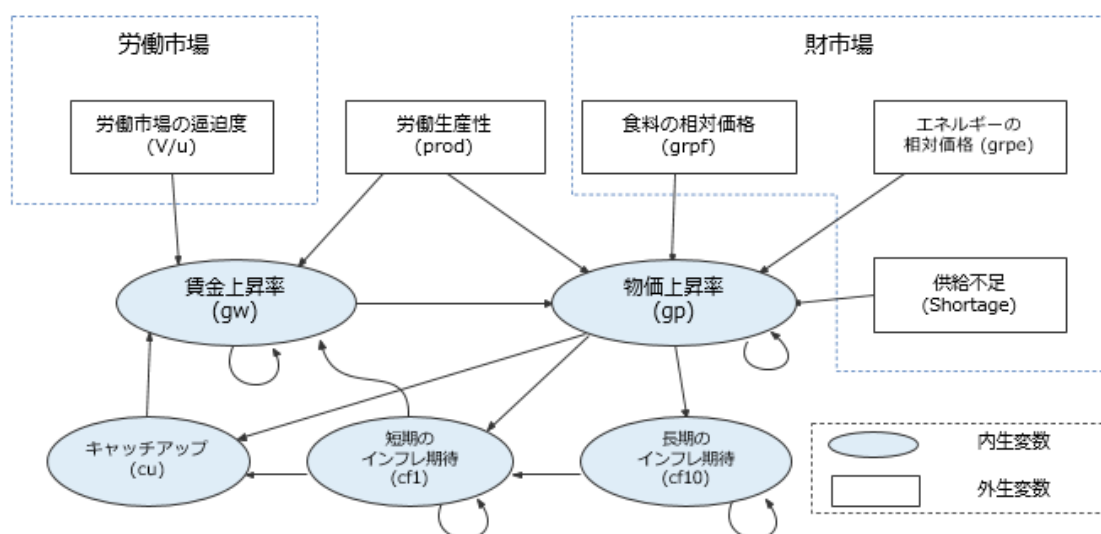
2026 年第 3 四半期の CPI 前年比に対するエネルギー高の押し上げ効果は+1.55%pt と推計され、このうち中間投入コスト転嫁などの二次的影響が+0.54%pt(全体の約 35%)を占める。もっとも、この推計に用いたバーナンキ=ブランシャールモデル(BB モデル)による分析では、賃金・期待インフレの相互増幅を通じた寄与は+0.02%pt と限定的であり、新たなショックが発生しない限り、2027 年末にはエネルギー高による影響全体が約+0.13%pt まで大幅に減衰する見通しである。したがって、エネルギー高単独では追加利上げの根拠となりにくいものの、足元では AI 関連投資や消費の底堅さなどの堅調な需要がコアインフレの低下を阻害している。FRB は需要抑制と期待インフレの安定を目的に、先行き追加利上げに踏み切ることが考えられる。ただし、先行して進んだ実質長期金利の上昇が遅行して実体経済を下押しするリスクも併存しており、2027 年後半以降の政策運営に向けては、需要の強さと引き締めの累積的効果の双方に十分な留意が必要である。

エネルギー高のインフレ率への影響：賃金・期待インフレを通じた持続効果は、現時点では限定的

今後の米国の物価・金融政策を考えるうえでは、「過去のエネルギー高がどの程度インフレを押し上げ、その影響がいつ減衰するか」という供給ショックの減衰過程と、「エネルギー高の影響が一巡した後も需要超過によってインフレが高止まりするか」という基調的なインフレ圧力を区別することが重要である。ここでは、バーナンキ=ブランシャール・モデル（以下、BB モデル）を用いてその分析を行った。

BB モデルは、物価、賃金、短期・長期インフレ期待の相互作用を通じて、インフレの発生要因と持続性を分析する経済モデルである。インフレを押し上げる要因を、エネルギー価格や供給制約などに起因する「財市場の価格ショック」と、求人・失業者比率の上昇などに表れる「労働市場の逼迫」に分け、それぞれが賃金や期待インフレを通じてどの程度持続するかを捉える（下図、モデル方程式は補論参照）。

バーナンキ=ブランシャール・モデルの構造



注：楕円で示した内生変数に向かう矢印は、その変数が自身および他の変数のラグ値によって説明されることを示す。
例えば、賃金上昇率(は、賃金上昇率、短期インフレ期待、キャッチアップ、労働市場の逼迫度、労働生産性のラグ値を用いて推計する。

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。

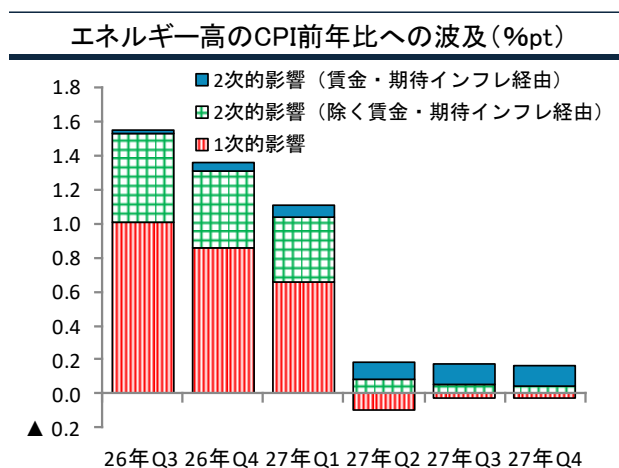
BB モデルは、コロナ禍における米国のインフレ高進の要因を検証するために開発されたモデルであるが、エネルギー価格を外生変数として明示的に組み込んでいるため、エネルギー高が物価に与える直接的な影響（一次的影響）と、多品目への波及や賃金・期待インフレを通じた間接的な影響（二次的影響）を推計できる。

本推計における一次的影響と二次的影響の分離は、エネルギー価格変動による総合 CPI 前年比に与える影響全体を求めたうえで、エネルギー項目自体の直接寄与を差し引くという方法を用いる¹。まず、BB モデルにおいて、2025 年初以降のエネルギー価格変動を織り込むケースと、その変動がなかったとするケースを設定する。食品価格、供給制約、求人・失業者比率、労働生産性など、エネルギー以外の外生条件を共通にしたうえで、物価・賃金・短期・長期インフレ期待の経路を計算する。両ケースの総合 CPI 前年比の差が、エネルギー価格変動による影響の合計である。一方、一次的影響は、ガソリン、電気、ガスなどのエネルギー価格のケース間の差を、2024 年末の CPI ウェイトを用いて総合 CPI への寄与に換算する固定バスケット近似で求める。この直接寄与をモデルによる影響の合計から差し引いた残差を、本稿では二次的影響と定義する。

また、二次的影響の内訳として「賃金・期待インフレを通じた影響」を特定するために、通常の BB モデルとこの波及を遮断したモデルとの比較を行う。具体的には、通常の BB モデルでは、エネルギー高による物価上昇が、実質賃金の目減りを補う賃金上昇（キャッチアップ）や期待インフレの上昇を通じて賃金に波及し、それが再び物価を押し上げる効果を含めて推計する。これに対し、波及を遮断したモデルでは、エネルギー高があった場合となかった場合の賃金上昇率と短期・長期インフレ期待の差をゼロに固定する。これにより、エネルギー価格の上昇に伴う中間投入コストの転嫁や過去の物価上昇の慣性（時系列的な粘着性）は残しつつ、賃金・期待インフレを経由するフィードバックループのみを純粋に排除できる。両モデルで推計した CPI 押し上げ効果の差を、賃金・期待インフレを通じた追加寄与とする。

その結果、2025 年初以降のエネルギー価格変動による 2026 年第 3 四半期の総合 CPI 前年比への寄与は、合計で +1.55%pt と推計される（右図）。このうち、ガソリンや電気料金などエネルギー項目自体の値上がりによる一次的影響が +1.01%pt、これを除く二次的影響が +0.54%pt となった。二次的影響は影響全体の約 35% を占めており、エネルギー高の影響をエネルギー項目の直接寄与だけで評価すれば、物価への波及を過小評価することになる。

ただし、二次的影響が大きいことと、賃金・物価の相互増幅によってインフレが長期化することは同じではない。今回の推計では、賃金・期待インフレを通じる追加



(出所) CEIC、BLS、クリーブランド連銀、Bernanke and Blanchard (2023) を基に筆者推計。

¹ データは基本的に Bernanke and Blanchard (2023) と同じものを 2026 年 Q3 までアップデートして使用。ただ、①2026 年 Q3 の ECI は、雇用統計の平均時給を用いた推計値、②2026 年 9 月の求人件数、Q3 労働生産性など一部の未公表値は補完、③ Google Trends の「shortage」は、2023 年 Q2 の最終実測値 14.0 から横ばいと仮定、④物価・賃金・期待インフレの係数は 2026 年 Q3 までの実績・補完データで推計し、先行きは一定と仮定。

寄与は+0.02%ptにとどまる。したがって、過去の賃金・期待インフレの関係が維持される限り、二次的影響の大部分は企業のコスト転嫁や物価の慣性などによるものとなり、エネルギー高が賃金・期待インフレを通じて物価上昇を持続させる効果は、現時点では限定的とみられる。

先行き²については、エネルギー高による総合 CPI 前年比の押し上げ効果は順次減衰し、2027 年末には全体で約+0.13%pt まで縮小する見通しである（前ページ右下図）。その段階では、残存する影響のほとんどが賃金・インフレ期待の緩慢な調整経路を経由したものとなる。過去のデータに基づく BB モデルの推計は、エネルギー高単独でもたらされる長期的な物価押し上げ圧力はさほど大きくないことを示唆している。したがって、エネルギー価格の追加的な高騰が発生せず、かつ賃金・期待インフレがアンカーされていけば、足元のインフレ押し上げ圧力の大部分は時間の経過とともに剥落していくと考えられる。

ただし、2026 年 10 月に観測された期待インフレ率の上昇³には留意が必要である。本推計ではモデルの構造係数が一定であると仮定しており、期待インフレの上振れによって家計や企業の価格・賃金設定行動の感応度そのものが変化する可能性までは織り込んでいない。インフレ期待の高止まりが長期化する場合には、エネルギー高の賃金・物価への波及が想定以上に長期化するリスクがある点には警戒を要する。

金融政策への含意：需要超過の持続性と引き締め効果の遅行性の見極め

金融政策への含意として最も重要なのは、エネルギー高による二次波及が約 0.5%pt あることだけでは、追加利上げの必要性は決まらない点である。労働需給と期待インフレが安定し、価格転嫁が一巡するなら、FRB は一時的なショックとして見過ごす余地がある。

一方、AI 関連投資の拡大や底堅い消費の強さによって需要圧力が強まり、コアインフレの低下が停滞する場合には、需要を抑制するための追加利上げに合理性が生じる。9 月の利上げは、こうした需要の底堅さに対応するとともに、供給要因の価格ショックが賃金・期待インフレへ波及するリスクを抑える措置として位置づけられる。

この観点では、12 月には 0.25%pt の追加利上げを行い、政策金利を 4.0～4.25%へ引き上げる可能性が高いと考えられる。エネルギー高の影響が残るなか、AI 関連投資などによる需要の底堅さが続くと予想するためである。ただし、実質長期金利の上昇や株価調整などによって金融環境が引き締め、雇用・需要の減速が明確となる場合には、追加利上げが見送られる可能性がある。

2027 年以降は、当面は高めの政策金利を維持してインフレ鈍化を確認する展開をメインシナリオとする。エネルギー高の寄与が縮小しても、AI 投資やサービス需要が強く、コアインフレの低下が停滞すれば、利下げの条件は整にくいことが背景である。ただ、前述の通り、エネルギー高によるインフレの押し上げ効果は 2027 年央には大幅に減衰する見込み⁴である。2027 年後半以降、基調的なインフレの鈍化と需要の減速が確認できれば、利下げへ移る余地が生じる。

² 先行きを推計する際の外生変数の条件としては、①2026 年 10 月以降のエネルギー・食品の名目価格を横ばい、②供給制約と求人・失業者比率を一定、③生産性を過去のトレンドに沿って上昇、④短期・長期インフレ期待は内生的に動くものとした。

³ 本モデルで用いているクリーブランド連銀推計の期待インフレ率は、短期インフレ期待が+3.0%（9 月：+2.7%）、長期インフレ期待が+2.7%（9 月：+2.6%）といずれも上昇した。

⁴ 2026 年第 2 四半期の大幅なエネルギー高による物価押し上げが前年比の計算対象から外れることに加え、モデルの性質上、エネルギー価格の遅行的な影響が比較的短期間で減衰するためであることには留意が必要。

インフレに関する最大の上振れリスクは、エネルギー価格の再上昇と AI 投資の拡大が重なり、期待インフレ率に影響が及ぶことである。BB モデルにおいても、複数の外生ショックが重なると、期待インフレ率が上昇しやすい。期待インフレの上振れによって家計や企業の価格・賃金設定行動の感応度そのものが変化するリスクが顕在化すれば、インフレは想定以上に長期化することとなり、2027 年の追加利上げの可能性が高まるだろう。

一方、下振れリスクは、足もとにかけての実質長期金利の上昇が、遅れて設備投資や個人消費、雇用に波及し、そこに株価調整などが重なることである。AI 関連投資の金利感応度が低い場合、引き締め負担が住宅、中小企業、家計へ偏る可能性もある。インフレ率が低下する局面では、名目政策金利を据え置くだけでも実質政策金利は上昇するため、FRB には足元の需要の強さと政策の遅行効果の双方を評価することが求められる。

補論:BB モデルのモデル方程式

$$gw_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^4 \alpha_{1,i} gw_{t-i} + \sum_{i=1}^4 \alpha_{2,i} cf1_{t-i} + \sum_{i=1}^4 \alpha_{3,i} cu_{t-i} + \sum_{i=1}^4 \alpha_{4,i} (v/u)_{t-i} + \alpha_5 prod_{t-1} + \epsilon_{1,t} \quad s.t. \sum_{i=1}^4 \alpha_{1,i} + \sum_{i=1}^4 \alpha_{2,i} = 1 \quad (1)$$

$$gp_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^4 \beta_{1,i} gp_{t-i} + \sum_{i=0}^4 \beta_{2,i} gw_{t-i} + \sum_{i=0}^4 \beta_{3,i} grpe_{t-i} + \sum_{i=0}^4 \beta_{4,i} grpf_{t-i} + \sum_{i=0}^4 \beta_{5,i} shortage_{t-i} + \beta_6 prod_t + \epsilon_{2,t} \quad s.t. \sum_{i=1}^4 \beta_{1,i} + \sum_{i=0}^4 \beta_{2,i} = 1 \quad (2)$$

$$cf1_t = \sum_{i=1}^4 \gamma_{1,i} cf1_{t-i} + \sum_{i=0}^4 \gamma_{2,i} cf10_{t-i} + \sum_{i=0}^4 \gamma_{3,i} gp_{t-i} + \epsilon_{3,t} \quad s.t. \sum_{i=1}^4 \gamma_{1,i} + \sum_{i=0}^4 \gamma_{2,i} + \sum_{i=0}^4 \gamma_{3,i} = 1 \quad (3)$$

$$cf10_t = \sum_{i=1}^4 \delta_{1,i} cf10_{t-i} + \sum_{i=0}^4 \delta_{2,i} gp_{t-i} + \epsilon_{4,t} \quad s.t. \sum_{i=1}^4 \delta_{1,i} + \sum_{i=0}^4 \delta_{2,i} = 1 \quad (4)$$

$$cu_t = \frac{1}{4} \sum_{i=0}^3 gp_{t-i} - cf1_{t-4} \quad (5)$$

参考文献

Bernanke, Ben, and Olivier Blanchard (2023) "What Caused the U.S. Pandemic-Era Inflation?," Hutchins Center Working Papers, No.86, June 2023.

Nakamura, Koji, Shogo Nakano, Mitsuhiro Osada, Hiroki Yamamoto (2024), "What Caused the Pandemic-Era Inflation?: Application of the Bernanke-Blanchard Model to Japan," Bank of Japan Working Paper Series, 24-E-1.