

経済を読む眼

AI 革命はインフレかデスインフレか—米経済と Fed への挑戦—^{*1}

2026 年 9 月 17 日

JST 資金運用本部

チーフエコノミスト 鵜飼博史

エコノミスト 岩井真子

要旨

1. AI 革命は IT 革命が当初から水平分業下で IT の性能向上とコスト低下が爆発的に進んだのとは異なり、システム全体の統合能力が性能向上のために問われている。現在は、AI 投資需要が先に顕在化し、インフレ圧力となる可能性がある。
2. AI 革命では、中長期的には生産性向上が期待されているが、本格化には時間がかかる（生産性 J カーブ）。生産性上昇効果の大きさは、見方に大きなバリエーションがある。中長期的には生産性向上がデスインフレ要因となる可能性が高い。しかし同時に自然利子率（ r^* ）を押し上げる可能性もあり、Fed にとっては必ずしも金融緩和を意味しない。
3. 生産性向上やデスインフレの効果は、AI 産業の寡占化や家計の所得格差拡大の程度によっても変わり得る。
4. AI 投資ブームは株式市場のみならず信用市場も活発化させている。信用の急拡大が続く一方で、AI が寡占化等のために想定された程のマクロ経済効果を生み出せない場合には、広範な価格再評価が起き、場合により信用収縮が金融・信用市場に波及するリスクも否定できない。
5. AI 革命は、雇用の代替効果がどの程度現れるかが一つの焦点である。これまでは雇用をむしろ創出してきたし、BLS は AI による雇用代替効果を移民抑制や人口高齢化による労働力増加率の減退に見合う程度と予測している。AI と協働する職種では雇用の代替が顕在化していない一方、AI により自動化される職種では若手の雇用へ影響が出始めており、労働需要の構成変化に、より大きな影響が出る可能性がある点に注意する必要がある。
6. Fed の金融政策にとって、AI 革命は、生産性向上効果による r^* の上昇、当初のインフレとその後のデスインフレ、雇用構造の変化、その過程における金融システムへの影響を複眼的に評価して対応を考えるべき対象である。

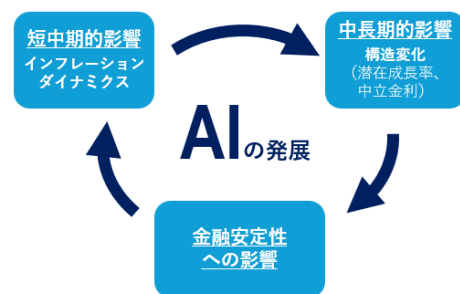
^{*} 本稿の内容や意見は、筆者ら個人に属するものであり、JST の公式見解を示すものではない。

¹ 本稿は、2026 年 9 月 14 日現在のデータ・情報に基づいている。

1. はじめに～本稿の目的

AI の発展は、米国に生産性向上とデフレーション効果をもたらすのだろうか。そしてデフレーション効果があるとすれば、Fed はインフレを気にしなくて良くなり、金融緩和を続けられるのだろうか。Warsh FRB 議長は新たにタスクフォースを立ち上げ、AI の効果について、マクロ経済の生産性への影響、雇用への影響、市場構造への影響、物価への影響について考察を依頼している²。本稿はこの問題に先に答えを出そうとする意図ではない。しかし、AI 関連の経済活動に占める比重がこれだけ大きくなると、今後の米国経済の帰趨と政策反応を考える上で、AI の経済への影響を把握しておくことは非常に重要である。そこで本稿は、短中期的には主としてインフレのダイナミクス、中長期的には主として経済の構造変化、そしてその間をつなぐ金融システムに焦点を当て（図表 1）³、現在知り得る情報を元に、AI が経済に及ぼすダイナミズムをリスクの所在まで含めて大きく概念的に把握することを目的としている。

図表1：AIの経済への影響チャネル



出所: Lenzu (2026) をもとに JST 作成

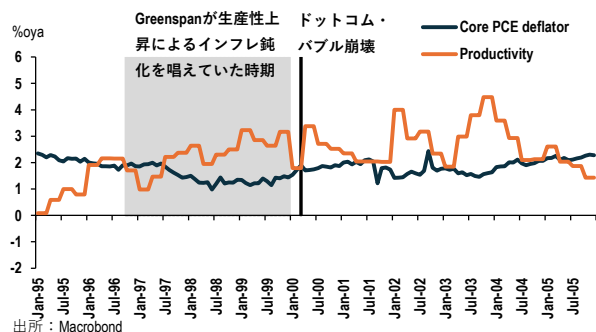
本稿の結論を先取りすると、AI 革命は中長期的には生産性向上とインフレ圧力の沈静化をもたらす可能性が高い。しかし、その移行過程では巨額の設備投資や信用拡大を伴うため、短中期的にはむしろインフレ圧力や金融システム安定上の課題を生じさせる可能性がある。

2. IT 革命と AI 革命の違い

最初に、1990 年代後半から 2000 年代初にみられた IT 革命と今回生じつつある AI 革命の違いを整理しておきたい。

前回の IT 革命は、米国経済の生産性を向上させるとともに、物価を落ち着かせることに寄与した（図表 2）。この時代に米国経済の生産性が上昇したのは、コンピューター・電子機器製造業からコンピューターシステム設計、情報・データ処理、そしてそれらを活用する企業に至る

図表2: 生産性上昇とインフレ（IT革命期）



² Warsh, K. (2026), “In Our Time,” remarks at “Financial Innovation: Implications for Payments and Policy,” an economic policy symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City を参照。

³ 分析の枠組みは、Lenzu, S. (2026), “AI’s Macroeconomic Challenges and Promises,” Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York に依拠している。

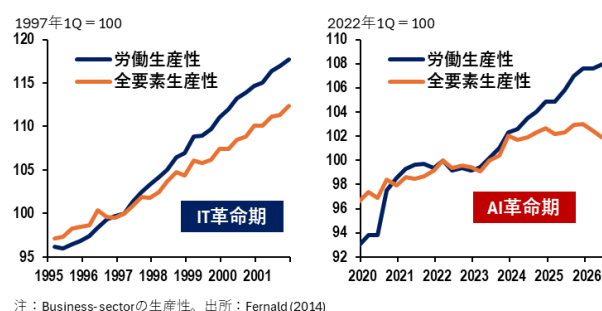
まで、IT 技術の進展によって IT 投資が割安となり、コストパフォーマンス向上の恩恵が米国経済に広く行き渡ったからである。

そして、IT の技術進歩が IT 関連デフレーター的大幅な低下を引き起こし、これが米国経済にディスインフレをもたらした。これには 2 つの側面が大きく寄与した。まず 1980 年代から 1990 年代にかけて、半導体の微細化が性能の向上とコストの低下を同時にもたらしたことである。これは、ムーアの法則とデナード則で説明できる。ここでムーアの法則とは、半導体の集積率（トランジスタの数）が「18 か月～24 か月（約 1 年半～2 年）で 2 倍になる」という経験則（Moore (1965)、Moore (1975)）⁴である。デナード則とは、半導体の微細化によって性能向上と低消費電力を同時に実現できるという経験則および理論的なスケーリング則である。この 2 つの法則が、その後 30 年間の半導体産業のロードマップとして機能した（Kelleher 2022）⁵。

もう一つは、コンピューター産業の 1980 年代以降の世界的な水平分業の進展である。1980 年代から 1990 年代にかけて、コンピューター産業では、オープン・アーキテクチャを採用し、CPU/半導体、ハードウェア（本体・電子部品）、OS など、機能毎のレイヤーを異なる専門企業が国を超えて担う水平分業が進んだ。その際の鍵はモジュール化と標準化である⁶。

この 2 つの条件が整った中で、IT の性能向上とコスト低下が急速に進み、ユーザーもこれを利用することによって生産性を簡単に上げることができたことから、IT 需要のブームが生じた。この時期の TFP（全要素生産性）の伸びをみても、1990 年代後半は TFP が伸長し、それにつれて労働生産性が伸びていることがみてとれる（図表 3）。

図表3：米国 生産性指標



注：Business-sectorの生産性。出所：Fernald (2014)

しかし、今回の AI 革命は、IT 革命とはかなり様相が異なっている。今回は IT 革命期とは異なり、労働生産性こそ景気循環上、上昇傾向にあるものの、TFP は 2022 年に ChatGPT が公表されて以降、現時点まで目立った伸長をみせておらず、TFP が労働生産性の押し上げに貢献していない（前掲図表 3）。これは、これまでのところ、IT 革命期のような、性能が分かり易く上昇すると共に価格が低下し、ユーザーもそれを用いたビジネスモデルを容易に構築できたのとは状況が異なるからである。もっとも、こ

⁴ Moore, G. E. (1965), “Cramming More Components onto Integrated Circuits,” Electronics. Vol.38, No.8 及び Moore, G. E. (1975), “Progress in Digital Integrated Electronics,” 1975 International Electron Devices Meeting Technical Digest, IEEE を参照。

⁵ Kelleher, A.B. (2022), “Celebrating 75 years of the transistor A look at the evolution of Moore’s Law innovation,” 2022 IEEE International Electron Devices Meeting を参照。

⁶ なお、1980 年代前半まで世界的に隆盛を誇った日本の電機産業は、1980 年代後半の資産価格・信用バブル期にこの波に乗り遅れ、バブル崩壊期にはその後処理に奔走している間にこの波から弾かれてしまった。

れは AI が TFP の向上をもたらさないことを意味するわけではない。AI の導入はまだ初期段階にあり、その効果が企業全体の業務プロセスやマクロ経済の生産性統計に反映されるには時間を要する可能性がある。

AI 産業の構造をみると、まず、AI に必要な半導体は単に微細化することだけでは性能を向上できなくなっている。前述の Kelleher (2022) も、デナード則の限界を指摘したうえで、半導体プロセス技術、新材料、デバイス構造、設計とシステム統合の工夫、という複数のイノベーション経路が並行して発展する必要性を指摘している。トランジスタの単純な微細化による成長は鈍化したが、その代わりに材料、設計、システム統合という複数の方向で技術進歩が続いている。

更に AI の性能は単一チップではなくシステム全体で決まるようになってきている。GPU、広帯域メモリー (HBM)、高速通信ネットワーク、電力供給、冷却装置、さらにはソフトウェアや AI モデルが相互に補完し合うことで初めて性能向上が実現する。このため、AI 革命ではより良い GPU を開発するだけでは十分ではなく、システム全体の最適化が技術進歩そのものとなっている。

言い換えれば、AI 革命では個別部品よりもシステム全体の統合能力が競争力を左右するようになってきている。これを NVIDIA は、「極限まで共設計 (Extreme Co-design)」と呼んでいる。そこでは、半導体、パッケージング、通信ネットワーク、ソフトウェア、AI モデルを一体として設計することが、技術進歩そのものになっている。言わば、ムーアの法則やデナード則に代表される半導体微細化中心の技術進歩から、システム全体の最適化による技術進歩への移行である。そこではパーツのどれか一つが不足しても、実効性能が殆ど上がらなくなる。

更に、産業構造にも、違いがある。1980~2000 年代の IT 革命では、IBM PC アーキテクチャを中心に、水平分業が成立していた。経済学的には、モジュール間の結合度が低く、各市場で激しい競争が発生し、品質調整後価格は大幅に低下した。品質調整後 (ヘドニック・アプローチ) では、1995~2005 年頃の米国では、コンピューター価格は年率 20~30% 以上で下落していた。

ところが、AI 革命の世界では、水平分業は維持されているものの、その競争の様相は変化しつつある。アクセラレーター、広帯域メモリー、先端パッケージング、高速ネットワーク、ソフトウェアなどは依然として異なる企業によって供給されているが、AI システムの性能は個々の部品の性能ではなく、それらの結合や調整の度合いに強く依存しているため、個別最適だけでは十分な性能向上が実現できない⁷。

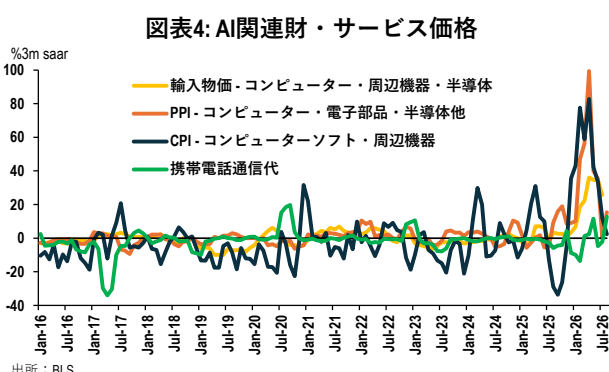
その結果、システム統合能力を有する企業は高い収益性を維持しやすくなる可能性

⁷ Fujimoto, T. (2002), "Architecture, Capability, and Competitiveness of Firms and Industries," CIRJE Discussion Paper, CIRJE-F-182 を基に、製品アーキテクチャ論を用いて整理すれば、IT 革命期は、標準化されたインターフェースを通じて部品を比較的容易に交換できる「モジュラー型アーキテクチャ」が支配的であったのに対し、AI 革命では、自動車産業などにみられる「インテグラル型アーキテクチャ」の要素が強まっていると解釈できる。競争が消えたのではなく、「部品対部品」の競争から、「システム対システム」「エコシステム対エコシステム」の競争へと変化しているのである。

がある。しかし、それは必ずしも価格低下が止まることを意味しない。IT 革命では、計算能力当たりのコストが継続的に低下した。これに対し AI 革命では、知的サービスの生成コスト、すなわち「トークン単価（Cost per Token）」の低下が重要な指標となる可能性がある。

さらに重要なのは、生産性向上によって生じる利得の配分である。IT 革命期には、価格低下の利益が比較的広く利用者へ還元された。一方、AI 革命では、高度なシステム統合能力や大規模な研究開発能力を有する企業が限られているため、生産性向上が実現したとしても、そのレント（超過利潤）は一部の企業に集中する可能性がある。もっとも、AI 革命が将来にわたってインテグラル型アーキテクチャのまま推移するかどうかは明らかではない。今後、各種インターフェースの標準化が進めば、再びモジュール化が進む可能性もある。

こうした状況の下で、AI 革命では大規模な計算資源や研究開発能力、さらには電力・データセンターを含む AI インフラへの先行投資が競争力を左右する要因となっている。AI インフラの構築には強い規模の経済が働くため、先端半導体、広帯域メモリー、データセンター設備などに対する需要が急増している。IT 革命期にはコンピューター価格の下落が先行したが、AI 革命では、AI 関連投資需要の急増もあり、まず AI 関連資本財価格、そして関連サービスにも上昇圧力がみられ始めた点が重要である（図表 4）。このため、AI 革命の初期段階では、生産能力向上よりも需要増加の方が先に顕在化し、AI 関連投資需要はインフレ圧力となる可能性がある。もっとも、この圧力が持続的なインフレにつながるかどうかは、その後の生産性向上の速度に依存する。



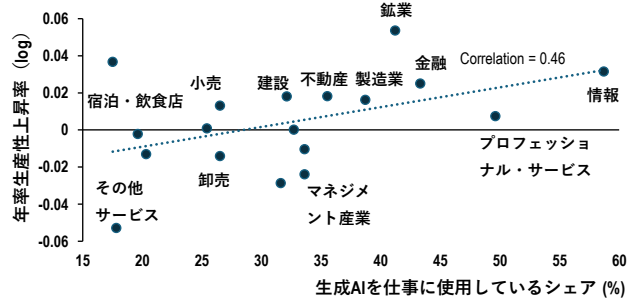
3. AI による生産性向上効果とデフレーション効果を今後どの程度見込めるか

いずれにしても、IT 革命と AI 革命とでは、最初の競争の価格押し下げ効果が異なっている。それ以上に重要な論点は、AI 革命が最終的にどの程度の生産性向上をもたらすか、それがどのような経路で物価や金利に影響するかである。AI 産業が今後寡占化した場合には、生産性向上の果実が一部企業に集中し、期待されたほど広範な経済効果が実現しない可能性もある。しかし、中長期的には AI がマクロ経済全体の生産性を押し上げるとの見方の方が大勢である。

その効果が本格的に現れるまでには時間がかかると考えられる。これは、第 2 章で若干頭出ししたように、個々の労働者については既に業務効率化の効果が数多く報告されている一方で、企業全体としてビジネスモデルや組織構造を組み替え、それをマ

クロ的な生産性向上へ結び付ける段階にはまだ十分には至っていないためである。このように、新技術の導入直後には学習や業務プロセスの見直しによって生産性が一時的に低下・停滞し、その後大きく上昇する現象は「生産性 J カーブ」と呼ばれる。最近になって、業種別にみて AI 導入が進んだ産業から、徐々に生産性向上の動きがみられ始めているところである（図表 5）。このことからすれば、米国経済は、依然として生産性 J カーブの移行局面にあるものの、徐々にその谷を抜けつつある段階にあるのかもしれない。

図表5:米国AI導入比率と生産性 (4Q22～3Q25)



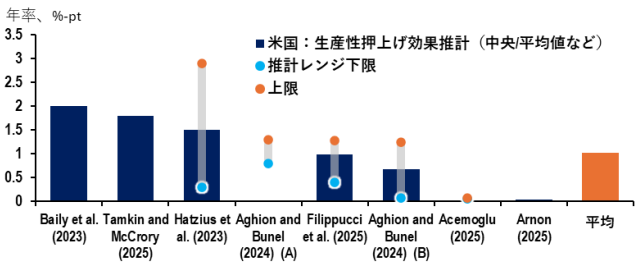
出所: Bick et al. (2026)

中長期的には、AI は経済の基礎的条件、すなわち潜在生産量の水準や自然利子率 (r^*) を押し上げる可能性がある。自然利子率は、インフレを加速も減速もさせない実質金利であり、金融政策においては中立金利の基礎となる概念である。AI の進展によって r^* が上昇する場合には、政策金利が据え置かれていても、金融環境は実質的に緩和方向にシフトする可能性がある点に注意したい。

その際の重要な論点は、AI が生産能力を一度だけ押し上げる水準シフトをもたらすのか、それとも持続的な成長率の加速を生み出すのかである⁸。水準シフトの場合、成長率が最終的に元の水準へ戻るまでの移行期間においてのみ r^* は上昇する。一方、成長率そのものが加速する場合には、 r^* は恒久的に上昇することになる。

現時点では、AI が生産性に与える影響に関するアカデミックな分析は、この二つのシナリオの双方にまたがっており、生産性向上効果が一度生じた後減衰するしないしはあまり期待できないとの見方から、AI がイノベーションのプロセスそのものを強化するので、年率2%のペースで生産性が向上するとみる見方まで、かなり分かれている（図表 6）。推計レンジは非常に大きく、不確実性も高い。

図表6: AIによる生産性押し上げ効果の推計



注: 各推計の想定期間や条件の前提は異なる。生産性押し上げ効果は、各推計の想定期間中の生産性上振れ効果の年率換算寄与度や、筆者が示した中央値や長期的な生産性上振れ効果を示している。Aghion and Bunel (2024)は、(A)が過去の技術革新局面を再現する手法、(B)がAcemogluと同様のタスクベースアプローチによる推計。出所: グラフに記載の研究をもとにJST作成

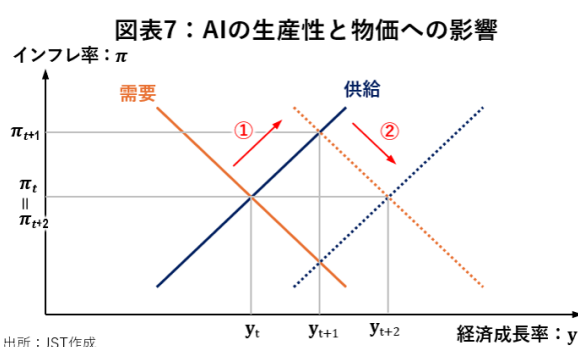
さらに、市場集中の進展がその不確実性を一層高めている。市場集中が重要な論点となるのは、一つには AI の導入が中小企業よりも大企業に偏る傾向があるためである。加えて、AI の開発・供給側でも、大規模な計算資源や研究開発能力を有する少数の企業への集中が進む可能性がある。もし AI による超過利潤が少数の既存大企業に集中す

⁸ この部分の論理展開は、Lenzu, S. (2026), "AI's Macroeconomic Challenges and Promises," Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York に負っている。

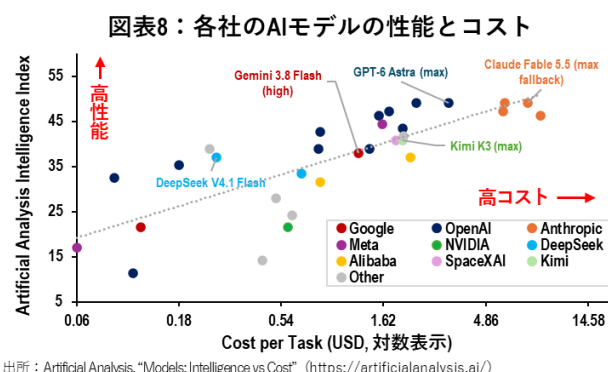
るのであれば、 r^* を押し上げる可能性のある投資ブームも、マクロ統計が示すほど広範なものにはならない可能性がある。また、AI の開発・供給市場で勝者総取りの構造が強まれば、長期的な成長を支える研究開発の多様性が損なわれる恐れもある。

更に、家計の貯蓄・消費行動の変化も不確実性を高める要因である。AI による生産性向上の恩恵が高技能・高所得層へ集中し、その層の限界消費性向が相対的に低い場合には、所得分配の変化を通じて総需要の伸びが抑制される可能性がある。こうした場合には、中長期的なデシインフレ圧力としての作用が強まる可能性も考えられる。しかし同時に、期待収益率や投資需要を押し上げることで r^* を上昇させる可能性もある。この二つの効果は金融政策に対して異なる含意を持つため、両者を区別して考える必要がある。

いずれにしても、中長期的にマクロ的に生産性が向上するのであれば、インフレ圧力が弱まる可能性が高いと考えられる（図表 7 の①から②へのシフト）。もっとも、この効果は直ちに現れるものではなく、前述した生産性 J カーブの移行期間を経た後に顕在化する可能性が高い。したがって、短期的なインフレ圧力と中長期的なデシインフレ圧力が同時に存在する可能性がある。



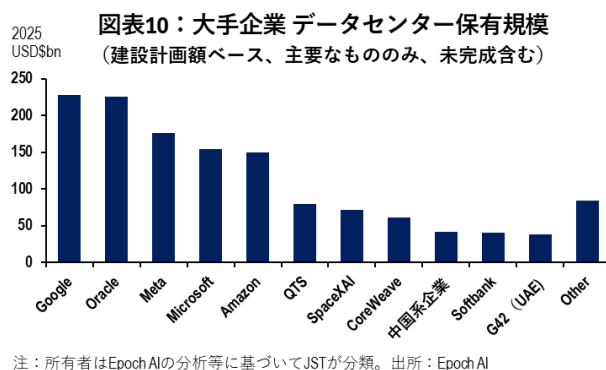
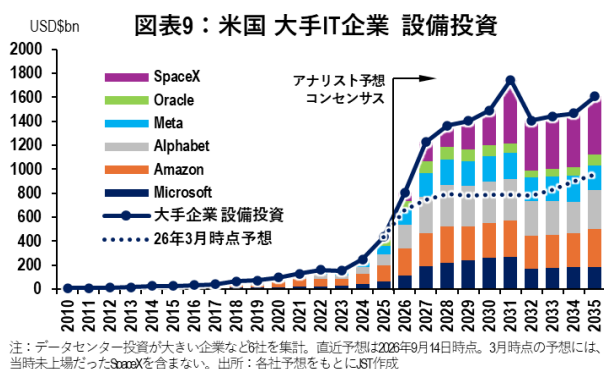
その程度は AI の今後の進展の仕方次第の面もある。現在は米国企業を中心とするクローズド・モデルと、中国企業を含むオープン・モデルとの競争が進展している。今後、技術的にやや劣っているオープン・モデルの性能向上が進んでクローズド・モデルに追いつけば、AI サービス市場におけるオープン・モデルの競争力が強まり、AI 利用コストの低下を通じてデシインフレ効果を強める可能性がある（図表 8）。他方、システム統合能力や計算資源へのアクセスが競争優位の源泉であり続ける場合には、クローズド・モデルが世界を席巻し、こうした価格低下効果は限定的となる可能性がある。あるいは、科学の進化のためにはクローズド・モデルが使われ続け、汎用性の高い用途にはオープン・モデルが使われるといった棲み分けが行われて価格が二極化する可能性もあろう。



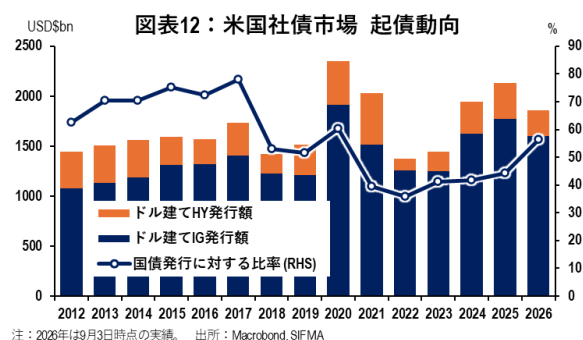
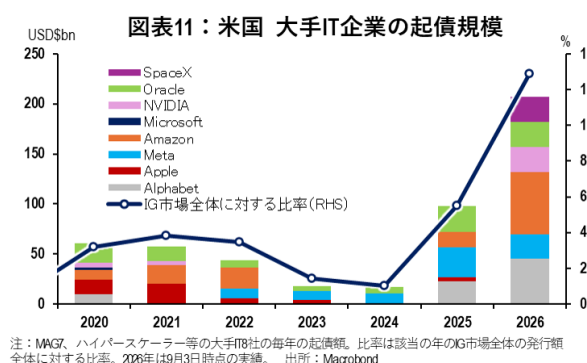
4. AI 発展の意図しない副作用

AI 革命では、マクロ経済、 r^* 、金融安定という三つのチャンネルは独立して作用する

わけではなく、その相互作用が生じることが、経済情勢の把握を難しくする。金融システムに関しては、ごく最近まで、主要な AI 企業は設備投資の大半を内部留保によって賄っており、そのため AI 関連投資はクレジット市場の環境から比較的隔離されていた。しかし、その状況は 2025 年後半に大きく変化した。設備投資計画が巨額なものになり、しかもデータセンターの構築に集中した結果（図表 9・10）、設備投資額が営業キャッシュフローを上回り始め、これらの企業は多額の債務を調達し始めている。



本年に入り、AI 企業の資金調達額が更に巨大化しつつあり、その規模は、他の資金調達との競争を強めている（図表 11）ほか、国債市場との資金獲得競争も意識させる規模になりつつある（図表 12）。しかも、AI 企業はそのような大型社債発行のみならず、複雑な金融構造を用いた資金調達も行っていて、クレジットの規模がわかりにくくなってきている。例えば、データセンター建設資金を供給するオフバランスのプロジェクト・ファイナンス・ビークル、リース収入を裏付けとする証券化商品、さらには今後何年もの間バランスシートに計上されない数千億ドル規模の将来リース契約などが挙げられる。



株式市場も、更にはこうした債務に資金を供与する投資家や金融機関も、まだ実現していない AI による大規模な生産性向上を前提として行動している。言い換えれば、現在の AI 関連投資のかなりの部分は、「将来の生産性向上効果が十分に大きい」という期待に依存して成立している。もしも前述したようにそのマクロ的な生産性向上に対する市場の期待が変化すれば、その調整は金融面から急速かつ広範囲に波及する可能性がある。

また、現在のような AI の導入初期には、生産性を高める前にコストだけが上昇する結果、まず供給面からインフレ圧力が高まり得る。同時に需要面からもインフレ圧力が高まり得る。将来の高い生産性向上への期待は、企業の設備投資意欲や家計・投資家のリスクテイクを促し、資産価格の上昇を通じて現在の需要を押し上げるためである。こうしたインフレ率の上昇は、実際には存在するがまだ遠い将来の生産性向上を織り込んだ資産価格を崩壊させる可能性もある。すなわち、AI 革命は長期的には供給力を高める可能性がある一方、その移行過程ではインフレ率の上昇によって金融市場のバリュエーションが圧迫されるという、相反する力が同時に働く可能性がある。

仮に、AI 関連株価が結果としてバブルであった場合、その崩壊は IT 革命期のドットコム・バブル崩壊と同様、株価の大幅な下落をもたらす可能性がある。しかし、それだけであれば Fed による流動性供給や金融緩和によって乗り切れる可能性はある。

問題は、今回の AI サイクルがドットコム期とは異なり、より大きな信用の拡大を伴っている可能性があることである。ドットコム期には株式市場を中心としたバブルであったのに対し、現在は社債市場、証券化市場、プライベートクレジット市場、銀行貸出などを通じて AI 関連投資への信用供与が急速に拡大している。AI 向けの信用が大きく伸長している場合、保険会社、資産運用会社、年金基金といった投資家が、社債、証券化市場、プライベート・プレースメント債に重複してエクスポージャーを持っている可能性も出てきている。

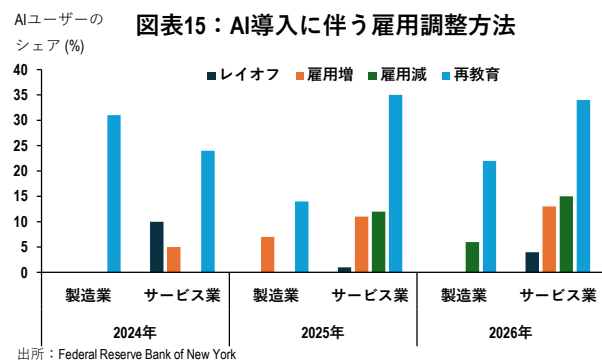
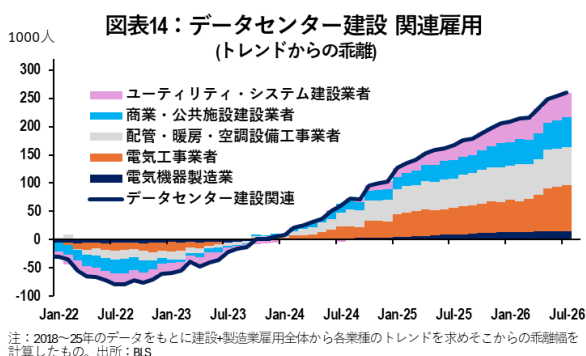
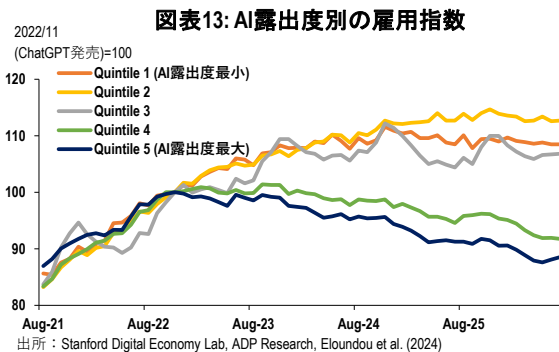
そのため、信用の急拡大が今後も続く一方で、AI 分野が寡占化の進展や期待された程の生産性向上の未達成などによって、当初想定されたほどのマクロ経済効果を生み出せないことが明らかになった場合には、広範な価格再評価（repricing）が起きる可能性がある。その際には、単なる株価調整にとどまらず、クレジットを通じて金融システム不安に繋がるリスクも否定できない⁹。

以上をまとめると、AI 革命は長期的な生産性向上という期待の下で進行しているが、その実現には時間がかかる。その間に巨額の投資と信用創造が先行する場合には、AI の先行きの効果に対する期待の変化が金融システムへ与える影響は、従来のテクノロジー・ブームよりも大きくなる可能性がある。それだけに、AI 革命の経済的帰結を評価する際には、生産性向上そのものだけでなく、それを支える資金循環や金融システムへの影響も、同時に考える必要があろう。

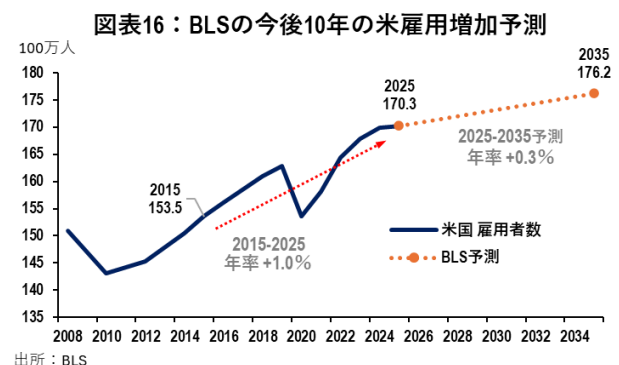
⁹ 最近、Bank for International Settlements がこのリスクをより慎重な表現を用いつつ指摘したので、紹介しておく。BIS は直近の四半期報のエグゼクティブ・サマリーにおいて、“Rising concerns about the future profitability of significant AI investments and the sustainability of large profit margins were fuelled by the increasing leverage of major US tech firms. Nevertheless, despite some price corrections for these firms, valuations stayed elevated across US equities. While bouts of aggregate volatility remained contained, even in the wake of the failure of a highly leveraged AI-focused hedge fund, idiosyncratic risks perked up beneath the surface.”と述べている（BIS Quarterly Review, September 2026）。

5. AI の雇用削減効果

最後に、AI 革命が雇用に及ぼす影響も概観しておこう。AI の進展により、AI への露出度の大きい職種ほど（5 段階 Quintile でみて 1 から 5 まで上昇するにつれて）、大学を卒業したばかりの若年層の採用を抑制し始めている兆候がみられる（図表 13）。もっとも、現時点では AI による雇用代替効果がマクロ統計に明確に表れているとは言い難い。むしろ、データセンター建設や電力インフラ整備などを中心として、同業者に比べて AI 関連投資に伴う雇用創出効果の方が目立っている（図表 14）し、AI に関連する STEM（Science, Technology, Engineering, Mathematics）に従事する雇用者も、同業者以上に増えているようである。The Economist (2026)¹⁰は、AI がこれまでに米国に百万人の新たな雇用を生み出し、20 万人のレイオフを補って余りあったと推計している。企業に対するアンケート調査をみても、AI によって代替可能となる職種の従業員をレイオフするとの回答は少ない。むしろ、多くの企業はリスクリングで対応する方針を示しているのが特徴で、現段階では雇用削減姿勢は強くない（図表 15）。



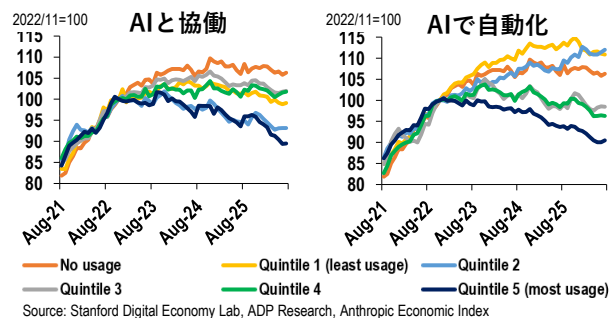
BLS も 2035 年までの雇用見通しを公表しているが、移民抑制や人口高齢化による労働力増加率の鈍化の中で、AI による将来の雇用代替効果のある程度織り込んだとしても、これまでよりペースは鈍化しながらも雇用の増加が続く姿を見通している（図表 16）。このことは、少なくとも 10 年程度の時間軸では、AI が仕事の代替を通じて雇用の伸びを抑制する可能性はあっても、大量の失業をもたらす見方は支持していないことを示唆している。



¹⁰ The Economist (2026), “The jobs apocalypse is postponed. An AI jobs boom is here,” Sep. 5thを参照。

もっとも、雇用者数の変化だけでは AI の影響を十分に把握できない可能性がある。より重要なのは、AI がどの職種に恩恵を与え、どの職種を代替するかという所得分配への影響である。既に、AI による生産性向上の恩恵が、高度なスキルを持つ労働者や AI を補完的に利用できる層は AI と協働する性質が強い仕事なので、AI が使われるほど（5 段階 Quintile が 1 から 5 まで上昇するにつれて）雇用が抑制される姿にはなっていない（図表 17）。一方で、定型的業務を担う労働者（AI で自動化）では AI が使われる仕事ほど雇用が抑制される傾向がみられ始めている（同図表）。この傾向が続く場合には、所得格差が拡大する可能性がある。その場合、AI による生産性向上は経済全体の所得を押し上げる一方で、限界消費性向の高い層から低い層への所得移転を伴うことになる。このケースでは、総需要の伸びは生産性向上ほどには強くなり、中長期的にはデシインフレ圧力として作用する可能性もある。

図表17: Anthropic利用タイプ別若手雇用指数



したがって、AI の雇用への影響を評価する際には、雇用者数の増減だけでなく、職種構成、賃金構造、所得分配の変化まで含めて考察する必要がある。AI 革命の本質は、雇用を消滅させることよりも、労働需要の構成を変化させることにあるのかもしれない。

6. おわりにかえて～Fed の金融政策への影響

本稿では、AI が現在の米国経済に何をもたらし、今後何をもたらすと考えられるか、更にはその過程で発生し得るリスクを論じた。AI 革命は米国経済の供給能力を大きく押し上げる可能性を秘めている。しかし、その効果は直ちに現れるわけではなく、移行過程では巨額の設備投資、資産価格上昇、信用拡大、そして短期的にはインフレ圧力を伴う可能性もある。

AI 革命は、生産性向上効果による r^* の上昇、当初のインフレとその後のデシインフレ、雇用構造の変化、その過程における金融システムなど、多方面に影響を及ぼす可能性がある。その際、金融政策当局にとって最も難しい課題の一つは、AI による供給能力の拡大と、景気過熱による需要増加とを識別することである。大規模な技術革新の局面では、生産や雇用の増加が需要超過によるものなのか、それとも潜在成長率の上昇によるものなのかを判断することが極めて難しくなる。しかも両者は統計上よく似た姿を示すため、政策当局は不完全な情報の下で判断を迫られることになる。

こうした問題は過去にも存在した。経済を読む眼第 46 回 (2026)¹¹で論じたように、Greenspan FRB 議長 (当時) は、1996 年 9 月の FOMC において、IT の到来により統計で明らかになる前にマイクロ統計とアネクドタルな証拠を基に、生産性の上昇を予見し、賃金上昇率が高まっても、インフレの加速はもたらされないと主張して、当時 FOMC 内で主流であった利上げ案を拒否し、他の FOMC メンバーもこれに追随したとの記録が残っている。Greenspan 議長は、当時を知る Fed 関係者によれば、インフレは鈍化するという証拠を、一人で突き詰めていって上記の結論に辿り着いたとの証言がある。Greenspan 議長は、1999 年末頃までこの議論を展開した。同時に、1996 年 12 月から、Greenspan 議長は株式市場に irrational exuberance (根拠なき熱狂) があるという議論も始めたが、それを金融政策で抑制しようとはしなかった。確かに、当時の労働生産性上昇率とインフレ率の関係を見ると、Greenspan 議長のこの判断以降に生産性上昇率の加速が明確化し、コア PCE デフレーター上昇率は 1999 年までは弱含んでいた。

しかし、今回は AI 革命がまずはインフレ的な影響をもたらしているところが異なっている。その中長期的な帰趨はこれから試されることになる。しかも、たとえ今後 AI 革命の進展に伴って生産性の顕著な向上がみられるとしても、その場合には自然利子率 (r^*) も上昇する可能性が高い。すると、中立金利も上昇するので、現在の金利水準を据え置いても、中長期的には金融緩和度はむしろ深まることになりかねない。

この点、IT 革命時代の Fed は、政策金利を殆ど動かさず、1998 年には逆に利下げし、中立金利が上昇する中で、その水準を若干下回らせていた。しかし、IT による生産性の上昇はその後に需要の増加を生み出し、1999 年末～2000 年には需給が逼迫する中で利上げに踏み切っている。この教訓は、IT 等で生産性上昇が起こる場合、需要側と供給側の増加にタイムラグが生じることはあるが、いずれは需要が供給に追いつくということである。しかも、この間の緩和的な金融政策は、インフレをもたらす前に株価のバブル (ドットコム・バブル) を生じさせ、それを放置した結果、2000 年 3 月から 2001 年にドットコム・バブルの崩壊を招いたため、急激な金融緩和に踏み切ることとなった。

Fed は r^* の上昇をリアルタイムには判別できないかもしれない。一方で生産性向上が中長期的に経済にディスインフレをもたらす可能性もある。しかし、AI 革命は IT 革命と異なり、信用の拡大を伴いつつあるだけに、金融政策運営は r^* を意識し、金融環境を睨みながら慎重に舵取りを行うことが求められるであろう。AI 革命は、生産性向上とインフレ/ディスインフレの物語であると同時に、金融安定の物語でもある。

¹¹ 鶴飼博史・岩井真子 (2026) 「Warsh 新 FRB 議長が率いる Fed の政策スタンス」経済を読む眼第 46 回、科学技術振興機構を参照。

著者紹介

鵜飼博史

1983年から約30年にわたり日本銀行に在籍し、金融政策関係を中心に、枢要部局において調査・企画を担当し、審議役まで務めた。また、世界金融危機の発生後、2009年の Financial Stability Board 発足当初から日本代表の一人として参加した。2014年から2016年まで一橋大学のアジア公共政策の特任教授を務めた後、2016年から2022年8月まで JP モルガン証券に在籍し、日本のチーフエコノミスト（マネージングディレクター）として金融経済及び政策の調査分析を担当した。2022年9月より現職。著作には金融政策関係が多い。博士（経済学）。

岩井真子

りそなアセットマネジメントにおいて経済・市場分析および複数資産ポートフォリオのアセットアロケーション業務を経験。2025年5月より現職。エコノミストとして経済調査に従事している。日本証券アナリスト協会認定アナリスト（CMA）。

当レポートの掲載情報の正確性については万全を期しておりますが、利用者が当レポートの情報を利用して行う一切の行為について、何ら責任を負うものではありません。

当レポートは、予告なしに内容の変更または削除もしくは URL（アドレス）の変更をする場合がありますので、あらかじめご了承ください。

当レポートからリンクされている第三者のサイトの内容は JST の管理下にあるものではありません。それらをご利用になったことにより生じたいかなる損害についても責任は負いません。