

Economic Trends

発表日：2020年8月19日(水)

グローバル経済見通し(2020年8月)

～経済活動再開で持ち直しも、感染拡大前の水準を取り戻すには長い時間～

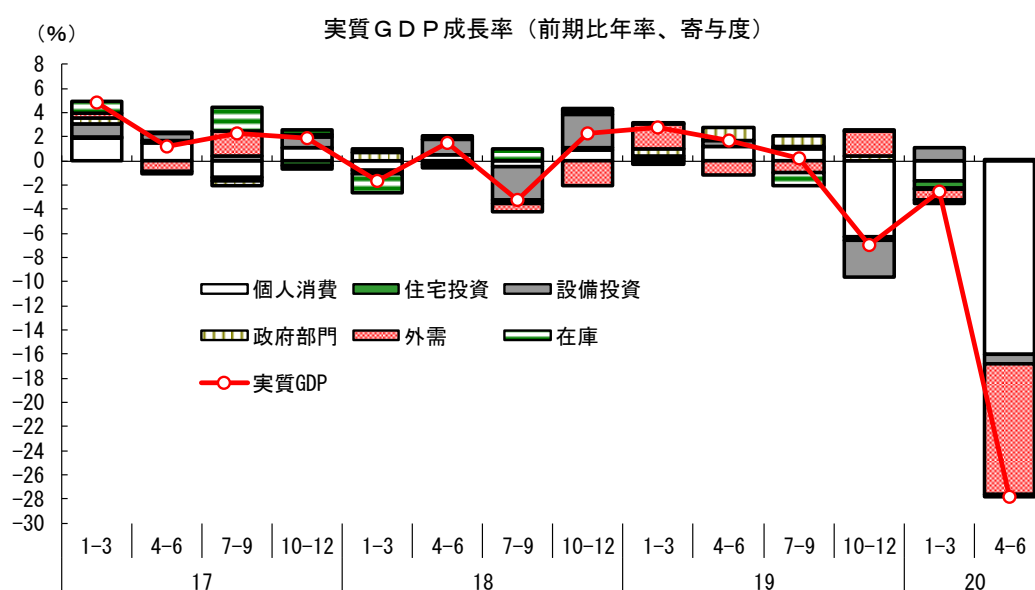
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部

1. 日本経済

景気の現状 ～緊急事態宣言による経済活動の抑制で、景気は記録的な落ち込みに～

新型コロナウイルスの感染拡大を受け、政府は4月7日に緊急事態宣言を発出した。人と人との接触を8割減らすことが目標として掲げられ、不要不急の外出抑制、在宅勤務の推進、店舗の営業自粛等が一気に進んだことで、経済活動は著しく制約されることとなった。4～5月にかけて、遊園地や映画館といった娯楽施設の売上は休業の影響でゼロを窺うレベルにまで減少、旅行や出張等、人の移動が抑制されたことによって鉄道・航空輸送量も激減したほか、飲食店の休業が相次いだことで外食も大幅な減少となるなど、サービスを中心に個人消費は激減した。また、欧州や米国などで感染封じ込めの動きが強まり経済活動が大幅に抑制されたことの影響により、4月以降には自動車を中心として日本からの輸出も激減した。内外需とも急激に落ち込んだことで、4-6月期の実質GDPは前期比年率▲27.8%もの急減となっている。落ち込み幅はリーマンショック時(09年1-3月期：前期比年率▲17.8%)を大きく上回り、新型コロナウイルスの景気への悪影響がいかに大きかったかを改めて確認させる結果となった。

もともと、こうした急激な景気の悪化には既に歯止めがかかっている。5月25日に全国で緊急事態宣言が解除されたことで、営業再開や自粛緩和の動きが急ピッチで進んだ。さらに、特別定額給付金の支給によって所得が大幅に増えたことも追い風となり、6月の個人消費は大幅な増加となった。加えて、海外でも経済活動の再開が進んだことで日本からの輸出も6月は増加するなど、6月の景気は持ち直しに転じている。2018年11月に始まった景気後退局面は終わり、2020年5月を底として景気は既に拡張局面に転じている可能性が高い。



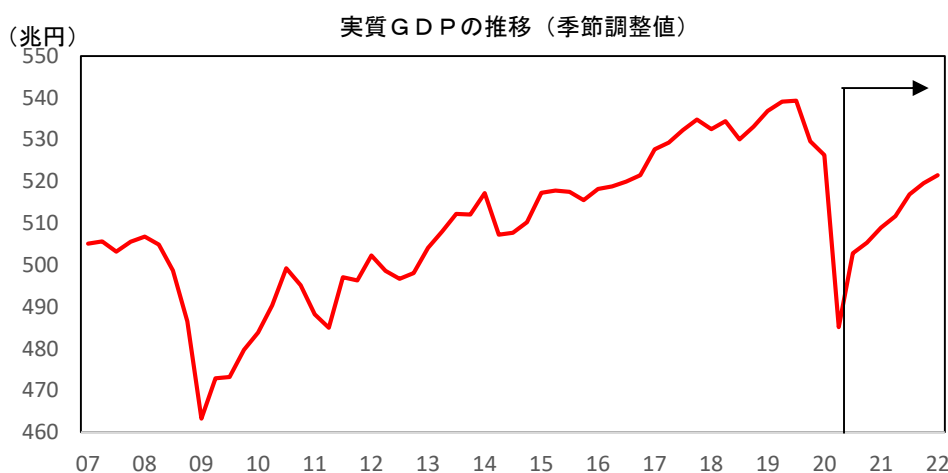
(出所)内閣府「国民経済計算」

景気の先行き ～経済活動の正常化には長い時間～

緊急事態宣言解除を受けた経済活動の再開により、20年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+15.4%の高成長を予想する。もっとも、仮にこの高成長が実現しても、4-6月期の落ち込みの半分も取り戻せず、水準は低いままにとどまる。あくまで緊急事態宣言によって経済活動が極度に委縮していたところからの一時的なリバウンドに過ぎないと見るべきだ。「新しい生活様式」という言葉に象徴される通り、今後も様々な制約は残り続けるため、新型コロナウイルス感染拡大以前の状態への早期復帰が困難であることに変わりはない。経済活動の水準がある程度のところまで達すればリバウンドは一巡し、成長ペースが鈍ることが予想されるほか、特別定額給付金による消費押し上げ効果もいずれ息切れすることにも注意が必要だ。また、足元で新型コロナウイルスの感染拡大が再び進んでいることは懸念材料であり、今後、業種や地域を限定した形での自粛要請等が実施される可能性があるほか、家計の自粛ムードの強まりから外出の手控え・消費の抑制に繋がることも考えられる。

実質GDP成長率（前期比年率）は20年4-6月期の▲27.8%の後、7-9月期に+15.4%、10-12月期に+2.0%、21年1-3月期に+2.8%と予測する。7-9月期には高成長が見込めるが、持続性には疑問符が付く。20年10-12月期以降は回復ペースが鈍化するとみられ、20年前半の大幅な落ち込みを取り戻すことはできない。GDPの水準（季節調整値の予測値）でみれば、消費増税前の19年7-9月期と比較して、21年1-3月期は5.6%Pt、22年1-3月期でも3.3%Pt下回る。経済活動が新型コロナウイルス感染拡大前の水準に戻る時期は、2024年度まで後ずれすると予想している。

（主席エコノミスト 新家 義貴 TEL03-5221-4528）



（出所）内閣府「国民経済計算」

（注）予測は第一生命経済研究所

日本経済見通し(前年比、%)

年度	名目GDP	実質GDP		個人消費	設備投資	住宅投資	在庫	外需	輸出		政府支出
		内需							輸出	輸入	
2016	0.8	0.9	0.1	0.0	▲ 0.4	6.3	▲ 0.1	0.8	3.7	▲ 0.9	0.6
2017	2.0	1.9	1.5	1.1	4.3	▲ 1.4	0.2	0.5	6.4	3.9	0.5
2018	0.1	0.3	0.4	0.1	1.8	▲ 4.9	0.0	▲ 0.1	1.7	2.6	0.8
2019	0.8	0.0	0.2	▲ 0.6	▲ 0.3	0.5	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 2.6	▲ 1.5	2.5
2020	▲ 5.2	▲ 6.1	▲ 4.7	▲ 6.9	▲ 4.7	▲ 9.5	▲ 0.1	▲ 1.4	▲ 14.9	▲ 6.6	1.1
2021	3.6	3.4	2.6	3.2	1.5	4.2	0.0	0.8	10.7	4.9	1.7

（出所）内閣府資料より、第一生命経済研究所作成（予測は第一生命経済研究所）

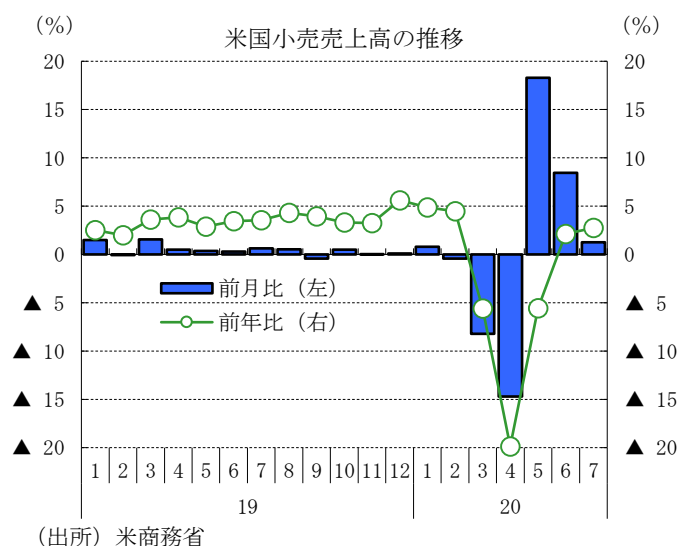
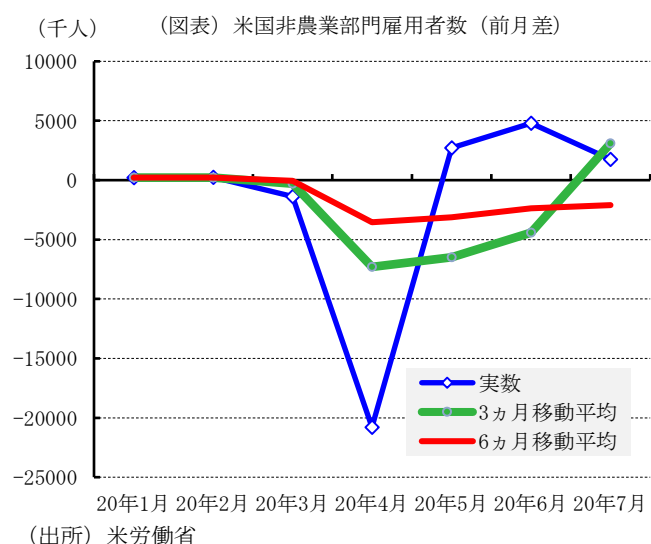
2. 米国経済

景気の現状 ～大恐慌以来の景気悪化からの回復途上～

米国では、3月中旬以降の新型コロナウイルスの感染拡大を防ぐためのロックダウンや、外出制限、イベントの中止、店舗の休業、工場の操業停止による経済活動の休止を背景に、景気・企業活動・労働市場は過去に例のないペースで悪化した。特に、感染予防のためには社会的な距離を取らざるを得ないことからサービス部門が著しく悪化した。また、製造業は新型コロナウイルスのパンデミックを背景とした世界経済の縮小、サプライチェーンの毀損、原油価格の急落による石油探査・掘削の減少に加えて、雇用情勢の悪化や外出規制などによる国内需要の縮小の影響を受け、悪化した。このような3、4月の景気悪化によって、4－6月期の実質GDP成長率（1次推計）は、前期比年率▲32.9%（1－3月期同▲5.0%）と同統計の作成が開始された1947年以降で最大の落ち込みとなった。政府支出が経済支援策によって拡大ペースを速めたものの、個人消費が前期比年率▲34.6%（1－3月期同▲6.9%）、設備投資が同▲27.0%（同▲6.7%）と減少幅を拡大したうえ、住宅投資が同▲38.7%（同+19.0%）と減少に転じた。

このような中、FRBが3月に緊急対応措置を取り、事実上のゼロ金利への大幅利下げのほか、無制限の国債やMBS購入、流動性供給、融資支援策などを相次いで実施し金融危機を回避した。また、米政府・議会は3月以降経済基盤や雇用維持のため3兆ドル規模の支援策を実施した。そして、4月末から5月20日までに全米50州の行動制限が緩和されたこと等によって、5月に景気は回復に転じた。拙速なロックダウンの解除やマスクの不着用などによって、6月下旬以降に新型コロナウイルスの感染拡大が加速する中でも、7月にかけて回復の動きを続けた。

労働市場では、非農業部門雇用者数が4、5月合計で2216万人減少した後、5、6、7月に合計927.9万人増加したほか、失業率（U3）は4月の14.7%（同統計作成開始以降で最悪の水準）から7月に10.2%まで低下した。また、小売売上高は5月以降増加を続け、7月にコロナ危機前の水準を上回った。



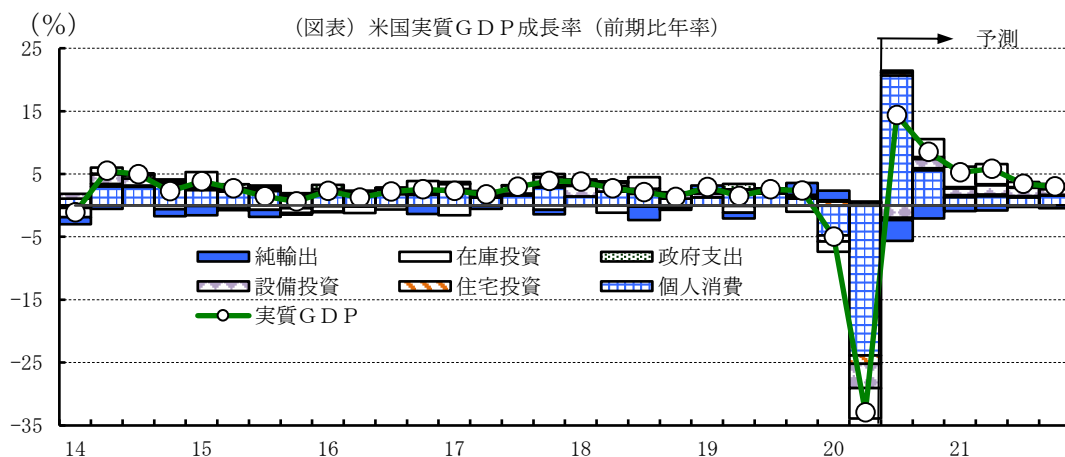
景気の先行き ～景気回復継続もコロナ危機前の水準超えに時間～

今後も、経済活動再開の効果によって景気拡大が続き、7-9月期の実質GDPは二桁のプラス成長が予想される。10-12月期以降の景気回復ペースは新型コロナウイルスの感染拡大状況が大きく影響すると見込まれる。

新型コロナウイルスは感染力が強く、米国を含む世界の新型コロナウイルスの感染者数、死者数の拡大ペースは高水準で推移している。それでも、経済活動を続ける必要があり、感染拡大の早期収束は期待し難い。また、安全性の確認されたワクチンの開発・大量生産は早くても21年とみられている。うえ、抗体の持続性、新型コロナウイルスが変異を続けている影響など、現時点で不透明な部分が多いといわれている。このため、ソーシャルディスタンスなど感染拡大防止策の維持、規制の強化と緩和を繰り返しながら経済活動を行わざるを得ず、景気・労働市場の回復ペースは抑制されると見込まれる。

5月以降の経済指標は経済活動の停止・再開によって前月比でV字回復を示すものが多いが、ウィズコロナのもと経済水準が新型コロナウイルス危機前のレベルを取り戻すには数年かかると予想される。

(主任エコノミスト 桂畑 誠治 TEL03-5221-5001)



(出所)米商務省、予測は当社。

(図表) 米国経済見通し (前年比、%)

暦年	名目GDP	実質GDP						外需			政府支出
		内需			個人消費	設備投資	住宅投資	在庫	輸出	輸入	
2008	1.8	▲0.1	(▲1.2)	▲0.2	0.6	▲24.2	(▲0.5)	(1.0)	5.7	▲2.2	2.5
2009	▲1.8	▲2.5	(▲3.7)	▲1.3	▲14.5	▲21.7	(▲0.9)	(1.1)	▲8.4	▲13.1	3.5
2010	3.8	2.6	(3.1)	1.7	4.5	▲3.1	(1.5)	(▲0.5)	12.1	13.1	▲0.0
2011	3.7	1.6	(1.6)	1.9	8.7	▲0.1	(▲0.1)	(▲0.0)	7.1	5.6	▲3.1
2012	4.2	2.2	(2.2)	1.5	9.5	13.0	(0.2)	(0.1)	3.4	2.7	▲2.1
2013	3.6	1.8	(1.7)	1.5	4.1	12.4	(0.2)	(0.2)	3.6	1.5	▲2.4
2014	4.4	2.5	(2.8)	3.0	7.2	3.8	(▲0.1)	(▲0.3)	4.2	5.0	▲0.9
2015	4.1	3.1	(3.9)	3.8	2.3	10.2	(0.3)	(▲0.8)	0.4	5.2	1.8
2016	2.8	1.7	(2.0)	2.8	0.5	6.6	(▲0.6)	(▲0.3)	0.3	1.7	1.8
2017	4.3	2.3	(2.6)	2.6	3.7	4.0	(▲0.0)	(▲0.3)	3.9	4.7	0.9
2018	5.5	3.0	(3.3)	2.7	6.9	▲0.6	(0.2)	(▲0.3)	3.0	4.1	1.8
2019	4.0	2.2	(2.1)	2.4	2.9	▲1.7	(▲0.0)	(0.1)	1.8	1.1	2.3
2020	▲5.5	▲5.5	(▲5.4)	▲4.9	▲8.2	▲1.1	(▲1.5)	(▲0.1)	▲17.7	▲13.0	2.1
2021	5.2	3.7	(4.9)	3.3	3.5	4.5	(1.7)	(▲1.2)	2.9	9.3	1.2

予測 (出所) 米商務省、予測は当社

(注) 図中カッコ内は寄与度。

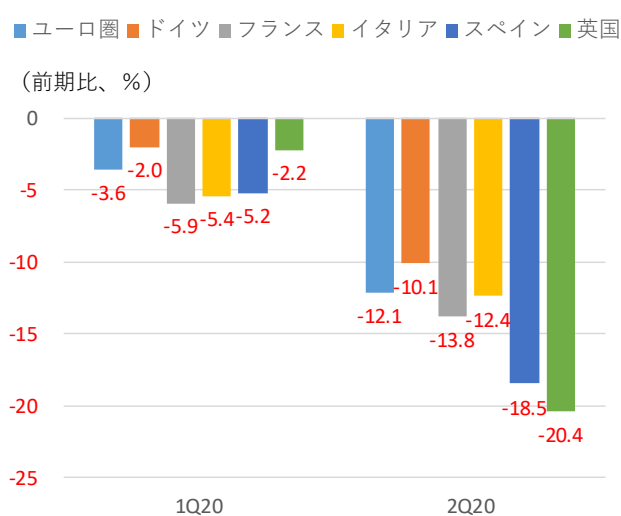
3. 欧州経済

景気の現状 ～年前半は猛烈な落ち込み、月次指標は持ち直し～

新型コロナウイルスの感染拡大を受け、欧州各国は3月以降、厳しい外出・移動制限、生活必需品を除く店舗閉鎖、集会やイベントの禁止、学校休校などの厳しい予防措置を開始した。コロナ危機以前は緩やかな景気拡大が続いていたため、経済活動停止の影響は1～3月期の経済統計に部分的にしか表れなかった。それでも1～3月期のユーロ圏の実質GDP成長率は前期比▲3.6%、同年率▲13.6%と史上最大の落ち込みを記録した。影響がフルに顕在化した4～6月期の成長率は同▲12.1%、同年率▲40.3%と猛烈な落ち込みとなった。国別にみた2四半期通算の落ち込みは、ドイツが▲11.9%、フランスが▲18.9%、イタリアが▲17.1%、スペインが▲22.7%、ユーロ圏外の英国が▲22.1%となった。コロナ禍の打撃が大きいサービス業への依存度が高い南欧、感染封じ込めが遅れた英国の落ち込みが大きかった。5月以降、各国は段階的な都市封鎖の解除に着手している。経済活動再開で月次指標やスマートフォンの位置情報に基づく人出データは軒並み大きく反発している。

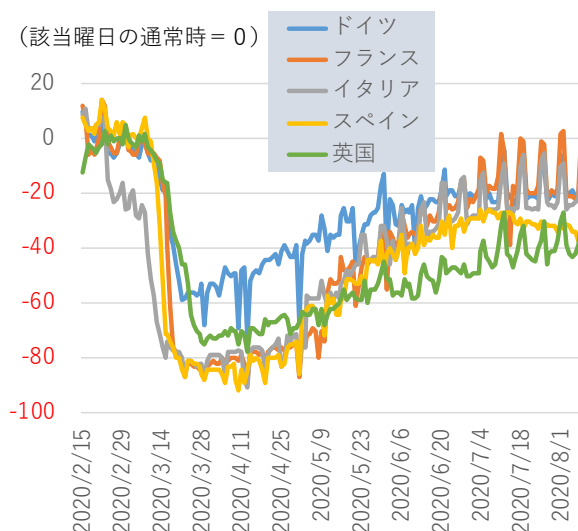
経済活動停止の影響を緩和するため、各国は大規模な経済対策を打ち出している。今回の危機対応では、公共投資による需要の穴埋めよりも、雇用対策や企業の資金繰り支援を重視している。積極的な政策対応が奏功し、景気の落ち込みの割に失業や企業倒産の増加が抑制されている。欧州にはイタリアなど財政基盤が脆弱な国もある。巨額の財政出動による債務問題再燃も懸念されたが、欧州中央銀行（ECB）による大規模な資産買い入れや巨額の流動性供給により、今のところ金融市場の動揺封じ込めに成功している。財政基盤が脆弱な国への財政支援を巡っては、南北欧州間で激しく意見が衝突した。欧州連合（EU）として一体的な危機対応の実現が危ぶまれたが、EUの財政安全網を用いたコロナ関連の財政支援枠、雇用対策基金、汎欧州の保証融資が5月に整ったほか、7月には感染収束後の加盟国の経済復興に必要な財政資金を提供する「復興基金」の創設で合意した。基金の約半分は、返済を前提としない補助金の形で提供され、イタリアなどの政府債務の増加を抑制できる。

欧州主要国のコロナ危機後の実質GDP成長率



出所：各国統計局資料より第一生命経済研究所が作成

Google位置情報に基づく乗換駅の混雑状況



出所：Google資料より第一生命経済研究所が作成

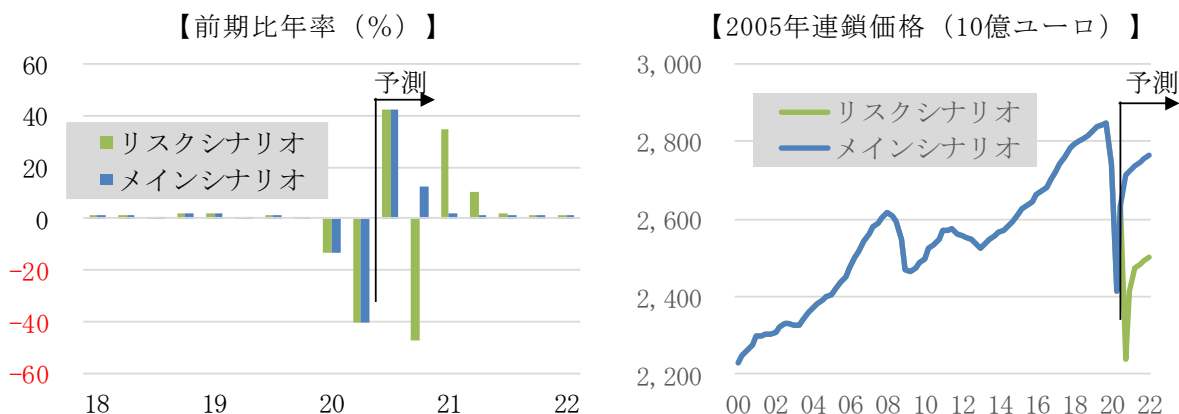
景気の先行き ～制限解除後に感染が再拡大、忍び寄る二番底リスク～

経済活動再開で7～9月期の成長率は大幅なプラス成長への復帰が予想される。だが、感染再拡大への警戒が続くなか、回復の持続力には不安が残り、制限解除後の景気が危機前の水準を取り戻すには時間が掛かる。他人との接触を伴うサービス消費は低迷し、先行き不透明感から企業の設備投資も手控えられよう。政策効果も徐々に息切れするとみられ、部分的な延長や追加投入も予想されるが、これまでの規模での財政支援の継続は難しい。復興基金が本格稼働するのは来年以降で、当面の景気浮揚にはつながらない。今後、各国で政策支援が順次打ち切れ、これまで表面化してこなかった失業者や倒産企業が増加することも見込まれる。こうした点を踏まえ、2020年のユーロ圏の実質GDP成長率は▲7.5%と統計開始以来で最大のマイナス成長を予想する。経済活動再開で2021年の成長率は+4.4%にリバウンドするが、2020年の落ち込みを完全に取り戻すことはできない。

人の往来が再開するとともに、各国で感染者が再び増加基調にある。今のところ感染は局所的で、重症者も少ないため、本格的な都市封鎖を再開する国は現れていない。地域を限定した集会禁止などの行動制限、社会的距離確保の徹底、マスクの着用義務付けなどで対応する国が多い。今後、秋から冬に向けて感染再拡大が続き、本格的な行動制限の再開が必要となれば、景気はマイナス成長に逆戻りすることが避けられない。こうしたリスク・シナリオが現実となった場合、2020年の成長率は▲11.7%に一段と下振れし、2021年も▲1.7%とマイナス成長が続く公算が大きい。

(主席エコノミスト 田中 理 TEL03-5221-4527)

ユーロ圏の実質GDP成長率の推移



出所：欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

ユーロ圏経済見通し (前年比、%)

暦年	名目GDP	実質GDP							輸出	輸入
		内需	個人消費	政府支出	固定資本投資	在庫	外需			
2012	0.4	▲0.8	(▲2.3)	▲1.0	▲0.3	▲3.1	(▲1.0)	(1.4)	2.5	▲1.1
2013	1.0	▲0.2	(▲0.5)	▲0.6	0.2	▲2.3	(0.2)	(0.3)	1.9	1.4
2014	2.4	1.4	(1.3)	0.9	0.8	1.5	(0.3)	(0.1)	4.7	4.9
2015	3.4	2.0	(2.1)	1.8	1.3	4.3	(0.0)	(▲0.1)	6.4	7.4
2016	2.8	1.9	(2.3)	1.9	1.9	4.0	(0.0)	(▲0.4)	2.9	4.2
2017	3.7	2.7	(2.2)	1.8	1.3	3.5	(0.3)	(0.5)	5.8	5.3
2018	3.3	1.9	(1.7)	1.4	1.2	3.5	(0.1)	(0.2)	3.6	3.6
2019	3.0	1.3	(1.8)	1.3	1.8	5.0	(▲0.3)	(▲0.5)	2.5	4.0
2020	▲6.3	▲7.5	(▲6.4)	▲8.6	0.9	▲6.7	(▲0.6)	(▲1.1)	▲9.1	▲7.5
予測 2021	5.1	4.4	(4.3)	3.3	1.7	9.4	(0.1)	(0.1)	7.9	8.3

注：表中カッコ内は寄与度。

出所：欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

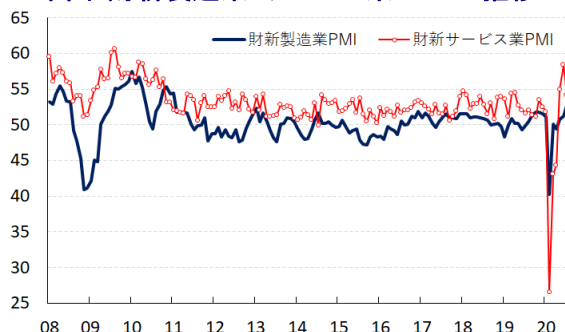
4. 中国、アジア新興国経済

景気の現状 ～中国は新型コロナを克服するも、一部の国は「通貨危機」を上回る景気減速～

年明け直後に新型コロナウイルス（SARS-CoV-2）の感染拡大の動きが中国全土に広がり、中国政府は感染封じ込めに向けて都市封鎖措置などの強硬策に踏み切った結果、1-3月の実質GDP成長率は前年比▲6.8%と四半期ベースで初のマイナス成長となるなど、中国景気にブレーキが掛かった。なお、その後は感染収束が進み、4月初めには当初の感染拡大の中心地となった湖北省武漢市の都市封鎖措置が解かれたほか、5月末には全人代（全国人民代表大会）が開催され、財政及び金融政策を通じた景気下支えを強化する方針が確認された。結果、都市封鎖に伴い停滞した生産活動再開の動きに加え、公共投資の進捗促進のほか、欧米など主要国での経済活動再開を背景とする外需の堅調さも重なり、4-6月の実質GDP成長率は前年比+3.2%と2四半期ぶりのプラス成長に転じた。4-6月の実質GDPの規模は新型コロナウイルスの感染拡大前の昨年10-12月を上回る水準となるなど、早くも中国经济はその影響を克服したと捉えることが出来る。一方、足下の景気底入れは経済活動の再開や公共投資の進捗による押し上げ効果に加え、中銀による金融緩和などを背景とする『カネ余り』を受けた不動産投資の活況など投資が中心であり、過去の景気回復局面と類似した状況にあると判断出来る。

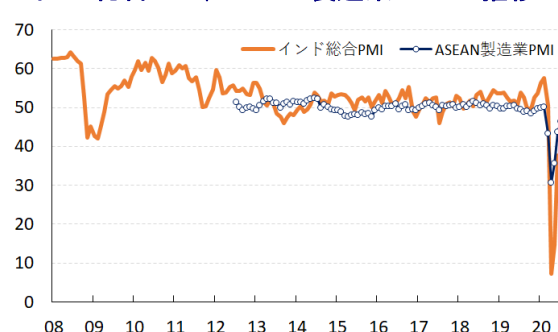
他方、中国を中心とするサプライチェーンを通じて経済的な結び付きが強いアジア新興国では、中国における経済活動再開の動きが追い風になることが期待された。域内では、台湾が感染封じ込めに成功したものの、それ以外の国々では新型コロナウイルスの感染拡大の動きが広がったことを受けて外出制限などに動かざるを得ない事態に追い込まれ、多くのNIE S及びASEAN諸国の4-6月の実質GDP成長率は軒並みマイナス成長となり、一部の国はアジア通貨危機を上回る急速な景気減速に直面している。なお、足下では台湾のほか、ASEAN内でもベトナムやシンガポール、タイ、マレーシアなどでは感染収束が進んでいるものの、インドはアジア新興国における感染拡大の中心地となり、フィリピンやインドネシアも感染収束の兆しがみえない展開が続くなど、各国は対応に苦慮している。一方、都市封鎖措置の長期化を受けて景気に大きく下押し圧力が掛かったことを受け、インドなどでは景気下支えのために都市封鎖の解除に動いたことが反って感染収束を難しくしている側面もあり、景気と感染抑制の天秤を巧く取ることが出来ない事情もうかがえる。経済活動の再開を受けて各国の企業マインドは底入れするなど、景気を取り巻く状況は『最悪期』を過ぎているものの、好不況の分かれ目となる水準を下回るなど、景気回復の足取りは重い展開となっている。

中国 財新製造業・サービス業 PMI の推移



(出所)IHS Markit より第一生命経済研究所作成

インド総合 PMI、ASEAN 製造業 PMI の推移



(出所)IHS Markit より第一生命経済研究所作成

景気の先行き ～来年の成長率は今年の反動で加速するも、影響克服には時間を要する～

中国経済は新型コロナウイルスの影響を克服しているが、景気回復の原動力は公共投資や『カネ余り』を背景とする不動産投資が中心であるなど、対策効果が一巡した後の持続力に疑問が残る。企業部門は雇用拡大に及び腰の動きをみせており、当面は減税や補助金政策による押し上げ効果は期待される一方、食料品を中心とする物価上昇が実質購買力の重石となるなど家計消費が景気回復をけん引する状況は期待しにくい。さらに、足下の中国景気が予想外の早いペースで底入れしたことを受けて、政府内では過去に実施した巨額の景気対策がその後の過剰債務問題の元凶になったことを教訓に、景気刺激策の手綱を締める動きもみられるなど、当面は緩やかな景気回復を志向する可能性も予想される。また、世界的な新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、世界景気の回復力も乏しい状況が見込まれるなど外需を取り巻く環境は厳しく、先行きについては緩やかな拡大が続くであろう。なお、今年前半の景気減速の反動で来年前半は成長率は大きく上振れすると見込まれるものの、前期比ベースの成長率は過去数年と大差ない水準での推移が続くと予想される。

その他のアジア新興国については、外出制限措置などの長期化を受けて足下の景気は大きく下振れしたものの、その後は措置の解除を受けて企業景況感は底入れするなど、景気は『最悪期』を過ぎている。しかし、足下では新型コロナウイルスの感染収束がみられる国と、その兆候が一向にみえない国との間で景気の勢いに差が生じており、中国景気の底入れによる恩恵を十分に享受することが出来ない状況にある。さらに、足下では南アジアや東南アジアの一部が新型コロナウイルスの感染拡大の中心地となり、引き続きヒトの移動が制限される状況が続くと見込まれるなど経済に占める観光関連産業の割合が高い国々では景気の足かせとなる状況が続くであろう。来年前半については、今年前半の景気減速の反動で成長率が軒並み加速が予想され、通年の経済成長率の押し上げに繋がることが期待されるほか、その後も各国の財政出動や金融緩和などを通じた景気下支え策の効果発現も堅調な景気を促すと見込まれる。国際金融市場では全世界的な金融緩和を背景とする『カネ余り』が続くと見込まれ、世界経済の回復が進むなかで相対的に成長率が高いアジア新興国に回帰の動きが進むと期待されるが、過去に比べ低金利が進むなど投資妙味が後退しており、資金流入が経済活動を押し上げる好循環には繋がりにくく、新型コロナウイルスの影響克服には時間を要する展開が続くであろう。

(主席エコノミスト 西濱 徹 TEL03-5221-4522)

中国・インド・NIES・ASEAN5 諸国の経済成長率の実績及び見通しの推移

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
中国	7.8	7.4	7.0	6.8	6.9	6.7	6.1	2.0	6.9
インド	6.1	7.0	7.5	9.0	6.6	6.8	4.9	▲6.3	4.0
NIES	3.2	3.5	2.5	2.7	3.4	2.9	1.6	▲2.5	3.1
韓国	3.2	3.2	2.8	2.9	3.2	2.9	2.0	▲1.2	2.9
台湾	2.5	4.7	1.5	2.2	3.3	2.7	2.7	0.3	2.9
香港	3.1	2.8	2.4	2.2	3.8	2.8	▲1.2	▲6.8	2.9
シンガポール	4.8	3.9	3.0	3.2	4.3	3.4	0.7	▲8.2	4.7
ASEAN5	4.5	4.7	4.9	5.1	5.4	5.2	4.7	▲4.8	5.1
インドネシア	5.6	5.0	4.9	5.0	5.1	5.2	5.0	▲2.4	4.6
タイ	0.0	1.0	3.2	3.4	4.1	4.1	2.4	▲8.2	4.0
マレーシア	4.7	6.0	5.1	4.4	5.8	4.8	4.3	▲7.9	4.9
フィリピン	6.8	6.3	6.3	7.1	6.9	6.3	6.0	▲9.4	7.0
ベトナム	5.4	6.0	6.7	6.2	6.8	7.1	7.0	2.6	7.4

(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成、見通しは当社

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、第一生命経済研究所調査研究本部経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

