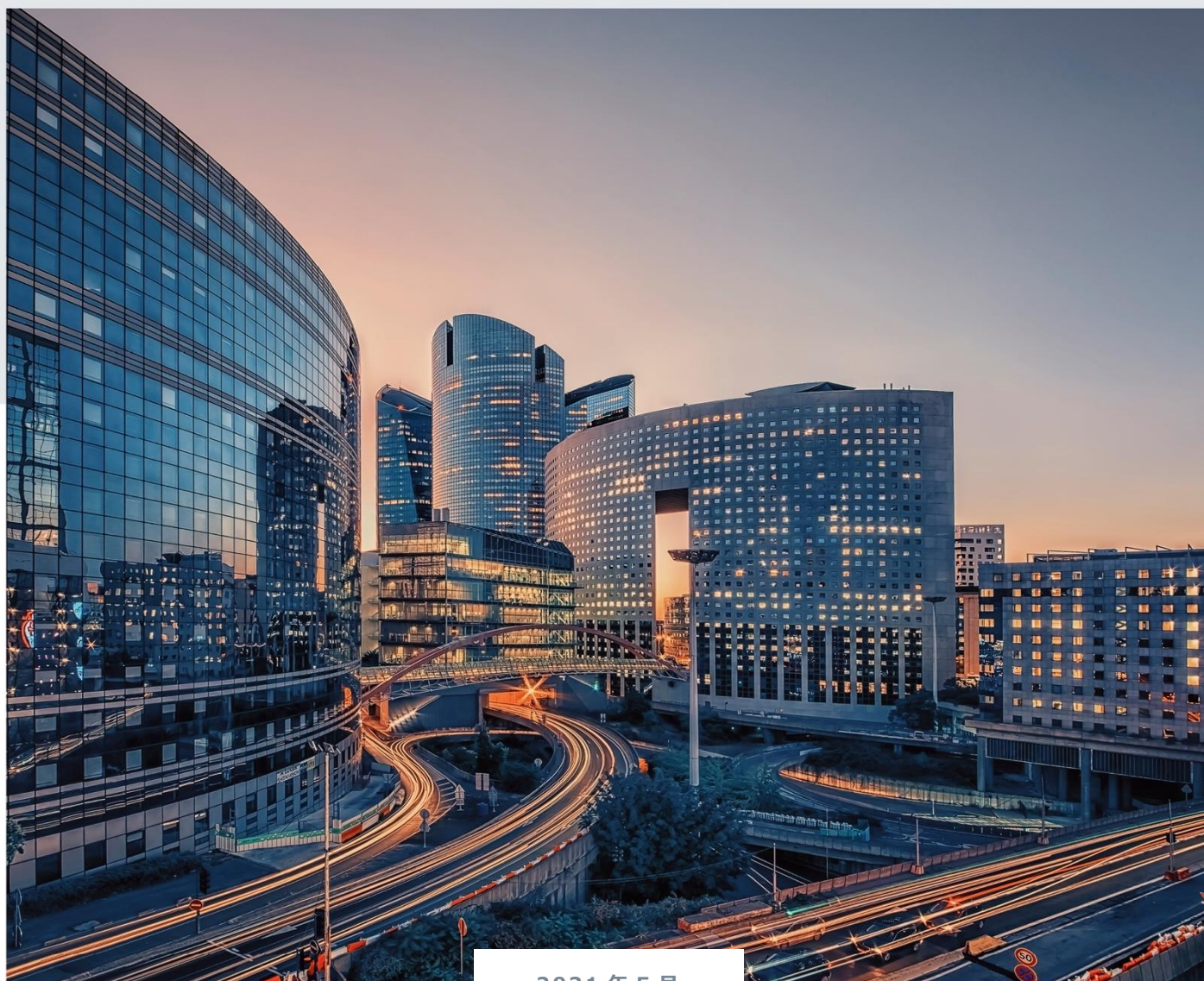


BARINGS

リテール・セクターの投資ギャップを 住宅セクターは埋められるか？

欧州不動産四半期リサーチ



2021 年 5 月

21-1626958

要旨

経済

- 新型コロナウイルス感染症（COVID-19、以下COVID）パンデミック後の欧州経済の回復は、主にワクチン接種のペースと経済的エクスポージャーを反映して、まちまちなものとなると考えています。例えば、観光業に依存している国は、現在実施されている渡航制限の影響を受けやすい一方で、製造業由来の国、特にデジタル対応が進んでいる国は、早期に回復する可能性が高いと考えています。
- 非常に緩和的な金融政策と財政刺激策は、パンデミックの影響が最も深刻な国に対する欧州復興基金からの追加支援と合わせ、回復の持続を助けるものとなるでしょう。

不動産市場

- 今回のパンデミックは、産業セクターにはロックダウンによるeコマースの活性化を通じて、住宅セクターには大規模な経済支援プログラムを通じて、恩恵をもたらしました。これらのセクターは、COVID以前から既に構造的に優位な状況にありました。
- オフィス・セクターには不確実性が存在しますが、企業は、従業員がオフィスに戻る前に、拠点縮小計画を撤回しています。リテール・セクターは、長期にわたるロックダウンや規制により、COVID以前の構造的な課題が深刻化しています。
- 不動産投資家とその貸し手は、リスクを引き下げ、不動産セクターのエクスポージャーと資産の質について非常に選択的となっています。2021年以降、セクターの価格設定の見通しは、このような傾向に左右されることになるでしょう。

経済見通し

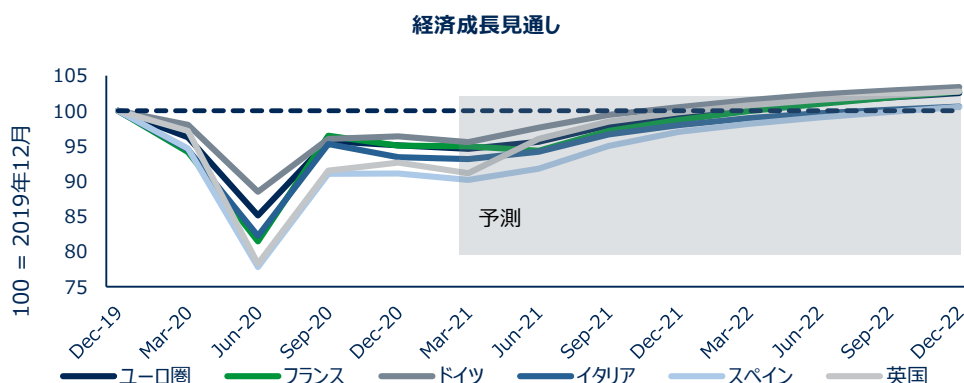
COVID感染者数の増加は2021年に入っても続き、制限（およびロックダウン）の再導入が必要となりましたが、これは短期的な成長の重石となると予想されます。2021年1-3月期の成長率はマイナスになる（▲0.5%）と予想されており、ユーロ圏の経済は二番底に陥る可能性があります。オックスフォード・エコノミクスは、欧州連合（EU）のワクチン接種展開プログラムが低調なスタートであっても、4-6月期から成長が加速し、2021年の成長率は4.1%、2022年末にはパンデミック前の経済規模に戻ると予測しています。

回復のスピードは欧州全体で異なる可能性が高く、主に以下の要因によって決まると考えられます。

1. ワクチン接種のペースと、社会的距離の措置を解除する能力
2. 相対的な経済構造（例：地域の観光業へのエクスポージャー対製造業へのエクスポージャー）
3. 銀行債務へのアクセスに苦しむ中小企業に対する過度なエクスポージャー
4. デジタル対応力；高度な在宅勤務やeコマースに容易に対応できる地域が、最初に回復する可能性が高い

これにより、まず北欧、ドイツ、オランダといった製造業を中心とした国々で、通常の経済活動に向けた回復が見込まれます。英国は、ブレグジットの逆風が続いているにもかかわらず、急速に進むワクチン接種プログラムや高度なデジタル化により、早期に回復すると予想されています。

失業率は引き続き上昇しており、現在は8.3%（2019年10-12月期は7.4%）となっていますが、これは、地域の雇用支援制度がほぼ維持されていることが奏功し、パンデミックによる経済収縮の規模に比例したものはなっていません。オックスフォード・エコノミクスは、失業率は2021年半ばに9%前後でピークに達すると予測していますが、これは現在とさほど変わらない水準です。しかし、この予測は、回復の基盤が固まる前に各国政府が支援を打ち切った場合、異様に大きな政策リスクに晒されます。



出所: Oxford Economics 2021年4月現在

経済見通し

政策リスクの高まりに加えて、自律的な回復をもたらすもう一つの重要な要素は、「パンデミックの富」の解消です。ムーディーズ社は、この額が世界全体のGDPの6%に達する可能性があると推定しています。ワクチン接種者数の増加に伴い、経済活動の制限の解除が始まるため、これらの積み増しされた貯蓄は小売りや投資への支出に転換される可能性があります。

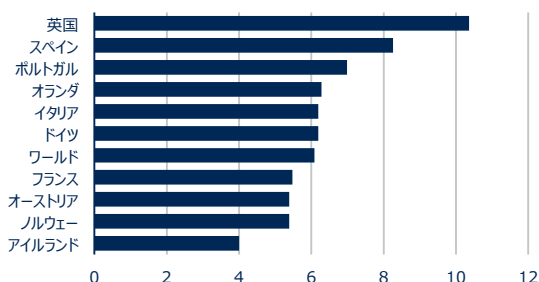
中期的には、インフレ率は欧州中央銀行（ECB）の目標値である2%を下回る水準に留まると予想され、当面の間、ECBには超緩和的な政策を維持する余地があります。債券購入プログラムは少なくとも2022年3月まで延長され、回復の支えとなるはずですが。オックスフォード・エコノミクスは、2021年のGDP成長率は4.1%、2022年には4.8%になると予測しています。新型株やワクチン接種への躊躇など、リスクは依然として下向きで、見通しを曇らせています。

GDP国別予測（% PA）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2020-24
欧州圏	1.3%	-6.8%	4.1%	4.8%	2.1%	1.3%	1.1%
フランス	1.5%	-8.2%	4.9%	5.3%	2.6%	1.7%	1.2%
ドイツ	0.6%	-5.3%	3.8%	4.3%	1.5%	0.9%	1.0%
イタリア	0.3%	-8.9%	4.5%	4.6%	1.7%	0.6%	0.5%
スペイン	2.0%	-10.8%	5.5%	6.3%	2.7%	2.1%	1.1%
英国	1.4%	-9.9%	7.2%	5.7%	1.9%	1.4%	1.3%

出所: Oxford Economics 2021年4月現在

家計貯蓄率



出所: Financial Times、Moody's 2021年4月現在

インフレーション予測



出所: Oxford Economics 2021年4月現在

資本市場

リアル・キャピタル・アナリティクス（RCA）の報告によると、2020年の欧州の投資額は合計で2,540億ユーロとなり、前年比で27%減少しました。2020年10-12月期の取引額は760億ユーロと改善したものの依然として低調で、前年比で44%の減少となっています。パンデミックによる金利予想の急低下により、不動産は依然として、より質の高い資産セクターに向けられた潤沢な資金を惹きつけています。RCAの速報値によると、2021年1-3月期は前年同期比で約35%の減少となる可能性があります。ウイルスの再燃とワクチン接種の遅れを考えると当然と言えます。

パンデミックは、不動産資本市場の多くの既存トレンドを確固たるものとししました。例えば、住宅資産および産業資産への選好は予てより見られたものの、2020年において投資家の関心は著しく高まり、これらセグメントの合計額が、欧州の取引総額の37%を占め、初めてオフィスへの投資額を上回りました。リテール（食料品店セクターを除く）は、多くの投資家にとって回避する領域となっており、買い手からの需要はほぼなく、資産所有者が市場を試すインセンティブもほとんどありません。

軟調な経済情勢を背景に、コア不動産の価格設定の相対性は、不動産セクターを様々な度合いで保護してきた財政対応と、長期の構造的なセクター見通しの両方を反映しています。リテールは、eコマースがもたらす構造的な問題が悪化し、利回りは消滅していますが、パンデミックに耐性をもつスーパーマーケットは、その本質的な性質とオンラインに対する耐性により、この傾向に抗っています。このようなダイナミクスの裏側として、物流資産の利回りは、入居者や投資家の需要の高まりに支えられ、タイトニングしています。主要セクターのうち、オフィスの利回りは主に安定したものとなっています。これは、将来のオフィス利用や在宅勤務などの不確実性をある程度反映したのですが、弊社では当セクター内での二極化を予想しています。

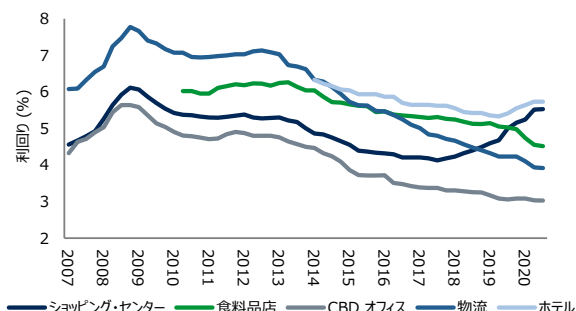
不動産セクター間の予想リターンにの差拡大は、2020年のMSCIヨーロッパ・アニュアル・インデックスのリターンにはっきりと現れています。全資産の価格上昇はマイナス0.8%で、産業セクター（5.7%）と住宅セクター（3.1%）では価格が上昇しました。オフィス・セクターの価格上昇率はほぼ横ばい（0.4%）であった一方、リテール・セクターは大幅な低下（▲9.3%）を記録しました。

欧州商業用不動産投資額



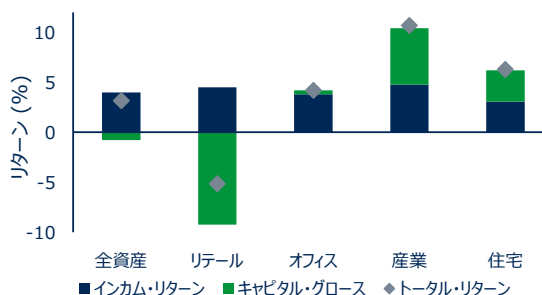
出所: RCA 2021年2月現在

欧州商業用不動産: プライムイールド



出所: CBRE 2021年3月現在

MSCI欧州不動産インデックス（年次）



出所: MSCI 2021年4月現在

不動産市場

オフィス・セクター

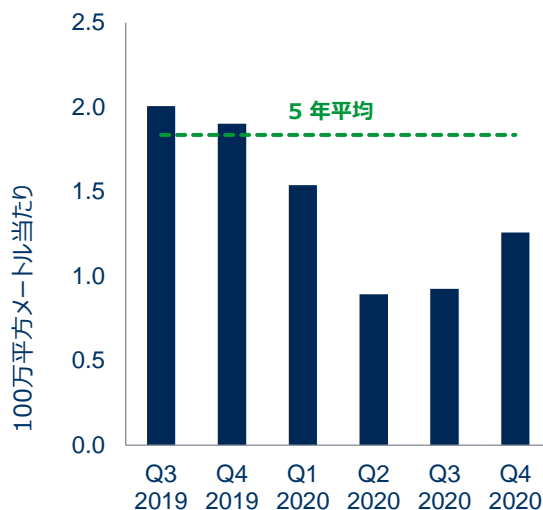
パンデミックによる制限やロックダウンは、オフィス需要に大きな影響を与えました。昨年末には賃貸活動が回復し始め、2020年10-12月期の新規貸付面積は（低水準ではあったものの）前期比36%の増加となりました。しかし、5年平均との比較では、依然として約34%の減少となっています。このような状況は、欧州の主要都市全体で均一に見受けられるものの、各国のマクロの回復タイミングのばらつきを考慮すると、今後、変わり始める可能性があります。したがって、近い将来、欧州北部のオフィス市場は、南欧のオフィス市場を大きく上回ると予想しています。

オフィス需要の低下は空室率の上昇圧力となっており、空室率は過去12ヶ月間で1.1ポイント上昇し、6.5%となりました。実際の物理的な稼働率はそのごく一部であることを考えると、これは驚くべきことかもしれません。

オフィス復帰にあたり、テナントは規模を縮小すると予想されますが、最近の企業の動向には変化が見られます。例えば、KPMGが今年3月に世界で最も影響力のある企業のCEO500人を対象に行った調査によると、「パンデミックの結果、オフィススペースの縮小を検討している世界のエグゼクティブは17%に過ぎない」という結果が出ています。2020年8月には69%でした。にもかかわらず、健康と安全、生産性の向上、企業のESG/グリーンアジェンダなどを背景に、テナントの「質への逃避」が起こる可能性があります。この3要素すべてを満たすことができるのは、超近代的で完全な柔軟性を備えたスペースのみです。

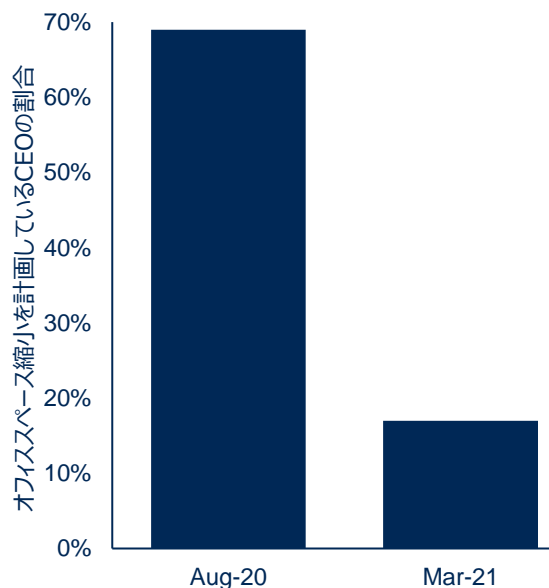
銀行貸付は主に幅広い企業セクターの回復に重点を置いたものとなっており、バーゼルIIIなどの規制の影響もあって、現在の銀行の開発資金融資の不足はさらに悪化するでしょう。これは、欧州のほとんどの都市で、既に深刻な近代的なオフィスビルの供給不足が慢性化する可能性が高いことを意味しています。短期的には軟調な回復基調が続くと見られますが、中長期的には欧州のグレードAのオフィス賃料が堅調に推移する状況が既に構築されています。

欧州におけるオフィスの新規貸付面積



出所: Cushman & Wakefield 2021年4月21日現在

オフィススペース縮小に関するCEO対象とした調査



出所: KPMG CEO Outlook Pulse Survey 2021年3月23日現在

不動産市場

リテール・セクター

2021年以降も続く規制と長引くロックダウンにより、実店舗の構造的な課題は増えています。深刻な健康への危機が過ぎ去れば、店舗は通常通りの営業を再開することができ、来年以降は人出が戻り、正常化するはずです。

小売業にとっての差し迫った課題にもかかわらず、消費者心理はいくら回復しています。3月には、家計センチメントは2020年2月以来の高水準に達しましたが、依然として平均以下となっています。この部分的な回復は、急激な経済収縮の完全な悪影響から消費者を隔離した、「現代では前例のない」規模での巨大な財政政策対応を物語るものです。

規制の強化により消費者の消費能力は抑制され、当然のことながら、2021年以降も売上は低迷が続き、1月の小売売上高は前年同月比6.3%減少しました。必要不可欠でない小売店の一時的な閉鎖は、小売業者がすでに直面していた資金繰り圧力をさらに悪化させ、不動産所有者にとって賃貸料の徴収を極めて困難にしています。

小売業の例外として、スーパーマーケットが挙げられます。その必要不可欠性から、ロックダウン期間中の営業が可能であり、パンデミックの受益者となっています。その他の小売店やレジャー活動への制限もまた、スーパーマーケットの売上高を助長しました。配送コストの高さ（商品はかさばることが多く、冷蔵する必要がある）や、食品小売業者が採用する超競争的な薄利多売のビジネスモデルを考慮すると、構造的に、食料品はeコマースに対する耐性も高いと言えます。実際、2020年にオンラインの食料品配送がブームとなったにもかかわらず、事業者の利益率は低下しています。これは、最も高度に自動化され、技術的に優れた市場参加者でさえ、まだ解決できていません。

健康への脅威が後退するにつれ、実店舗への制限が緩和され、オンラインでの買い物に余儀なくされる機会は減少するはずです。ポジティブなダイナミクスのひとつは、消費者がパンデミックの間に築いてきた高水準の貯蓄であり、実店舗での消費を引き続き促進するはずです。

欧州における小売りおよび消費者信頼感



出所: Eurostat 2021年4月現在

不動産市場

産業セクター

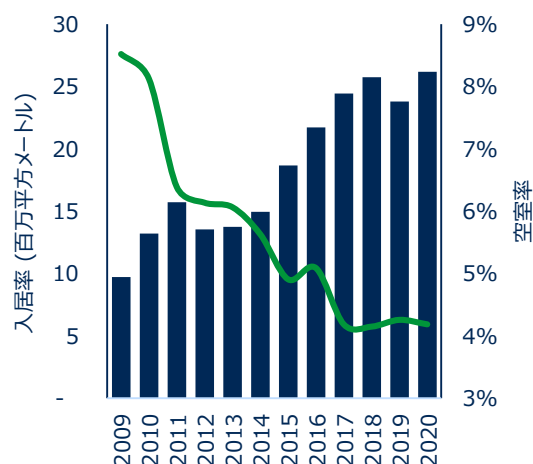
最近の経済収縮の大きさにもかかわらず、産業セクターの全体的な市場ファンダメンタルズは引き続き良好です。COVID関連の措置により、実店舗は通常通りの営業を制限（または禁止）されたため、消費者は、おそらく多くの年配者にとっては初めて、オンライン・チャネルへと押しやられました。これは、既に数年前からeコマースによる構造的な後押しを受けていた物流需要にとって、非常に大きなプラスとなっています。

前例のない経済収縮でさえ、2020年の賃貸資産の縮小にはつながらず、CBREのレポートによれば、新規貸付面積は新記録となる合計2,600万平方メートルに達しています。旺盛な需要と賃料の上昇により開発の動きが出てきたものの、欧州の空室率は依然としてタイトな状況です。

ドイツとイタリアで昨年活発な賃貸活動が見られましたが、英国は際立っており、2020年は、過去10年間の平均値（230万平方メートル）を凌ぐ約400平方メートルの需要を満たしました。eコマースに加え、ブレグジットによる貿易摩擦でサプライチェーンが長くなっていることが影響していると思われます。

2020年は、構造的な要因が景気循環によるマイナスの圧力を消し去り、産業セクターの年間賃料は2.6%上昇し、プラス成長を維持しました。長期的には、世界的な貿易摩擦の増加、サプライチェーンの脆弱性への懸念、さらには東洋から西洋へ生産のリショアリングなどが予想され、将来需要を支える可能性があるため、当セクターは引き続きパンデミックの受益者となりそうです。

欧州の物流における需要供給



出所: CBRE 2020年2月現在

不動産市場

住宅セクター

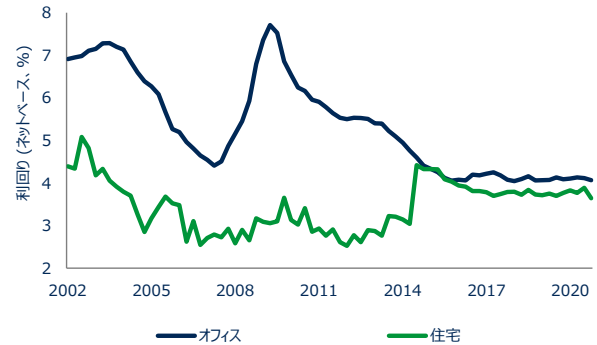
欧州における景気後退の規模を考えると、住宅は通常大きな打撃を受けると予想されますが、そうはなっておらず、住宅価格は上昇を続けています。今回の不況における大きな違いは、政策立案者が家計と住宅市場に提供した、雇用維持制度、住宅ローンの支払い猶予、対象となる不動産譲渡税の削減などの財政支援の規模です。

住宅セクターは、恒常的な低金利や供給不足などの多くの長期的な構造的プラス要因の恩恵を既に受けていました。2020年、ユーロ圏のOECD住宅価格指数は5.4%上昇し、10年平均（2.0%）の2倍以上となりました。スウェーデン（10.1%）、ドイツ（8.1%）、英国（6.8%）の上昇率が特に大きくなっています。

多様な投資家にとってリテール・セクターの多くが「メニューから除外」されたことで、パンデミック前の不動産投資ユニバースは縮小しました。住宅が機関投資家に受け入れられる資産クラスとして確立されていない国で、投資家は不動産の配分におけるギャップを埋めるために住宅資産に目を向けました。コアの商業用不動産と住宅の利回り収斂への動きは、住宅がリテールに替わる有力な選択肢となりつつあることを意味しています。

住宅セクターの見通しは引き続き良好ですが、これまで住宅市場を大きく支えてきた財政対応は、政策の誤りに対して脆弱なままである点には注意が必要です。この場合、住宅市場に影響を与えるのは、予想外の失業率の急上昇です。雇用支援プログラムの早すぎる終了や、回復を阻害するような緊縮政策を同時に追求する場合、当セクターに課題が生じる可能性があります。しかし、このようなリスクは、消費者が蓄積してきた貯蓄額によって部分的に相殺される可能性があり、それがさらなる住宅需要に転換される可能性があります。

英国におけるオフィス及び住宅セクターの利回り



出所: MSCI 2021年4月現在

リサーチ・チームについて

ベアリングス不動産リサーチ・チームは、米国におけるPhilip Conner（フィリップ・コナー）および欧州におけるPaul Stewart（ポール・スチュワート）主導の下、セクターおよび地域別に配置された専門家により構成されています。当チームメンバーは、産業、資産クラスおよび国を分掌すべく多様性に富んだ経歴を有しています。チームは、より良い意思決定に資するデータの収集、拡張および分析能力を強化すべく供えられたその他分析機能により補完されています。



Paul Stewart（ポール・スチュワート）

欧州・アジアパシフィック不動産リサーチ&戦略責任者



Ben Thatcher（ベン・サッチャー）

アソシエイト・ディレクター



Jo Warren（ジョー・ワレン）

アソシエイト・ディレクター

重要情報

Any forecasts in this document are based upon Barings opinion of the market at the date of preparation and are subject to change without notice, dependent upon many factors. Any prediction, projection or forecast is not necessarily indicative of the future or likely performance. Investment involves risk. The value of any investments and any income generated may go down as well as up and is not guaranteed. Past performance is no indication of current or future performance. PAST PERFORMANCE IS NOT NECESSARILY INDICATIVE OF FUTURE RESULTS. Any investment results, portfolio compositions and or examples set forth in this document are provided for illustrative purposes only and are not indicative of any future investment results, future portfolio composition or investments. The composition, size of, and risks associated with an investment may differ substantially from any examples set forth in this document. No representation is made that an investment will be profitable or will not incur losses. Where appropriate, changes in the currency exchange rates may affect the value of investments. Prospective investors should read the offering documents, if applicable, for the details and specific risk factors of any Fund/Strategy discussed in this document. For Professional Investors / Institutional Investors only. This document should not be distributed to or relied on by Retail / Individual Investors. Barings LLC, Barings Securities LLC, Barings (U.K.) Limited, Barings Global Advisers Limited, Barings Australia Pty Ltd, Barings Japan Limited, Barings Real Estate Advisers Europe Finance LLP, BREAE AIFM LLP, Baring Asset Management Limited, Baring International Investment Limited, Baring Fund Managers Limited, Baring International Fund Managers (Ireland) Limited, Baring Asset Management (Asia) Limited, Baring SICE (Taiwan) Limited, Baring Asset Management Switzerland Sarl, and Baring Asset Management Korea Limited each are affiliated financial service companies owned by Barings LLC (each, individually, an "Affiliate"), together known as "Barings." Some Affiliates may act as an introducer or distributor of the products and services of some others and may be paid a fee for doing so.

NO OFFER: solicitation for the purchase or sale of any financial instrument or service in any jurisdiction. The material herein was prepared without any consideration of the investment objectives, financial situation or particular needs of anyone who may receive it. This document is not, and must not be treated as, investment advice, an investment recommendation, investment research, or a recommendation about the suitability or appropriateness of any security, commodity, investment, or particular investment strategy, and must not be construed as a projection or prediction.

In making an investment decision, prospective investors must rely on their own examination of the merits and risks involved and before making any investment decision, it is recommended that prospective investors seek independent investment, legal, tax, accounting or other professional advice as appropriate.

Unless otherwise mentioned, the views contained in this document are those of Barings.

These views are made in good faith in relation to the facts known at the time of preparation and are subject to change without notice. Individual portfolio management teams may hold different views than the views expressed herein and may make different investment decisions for different clients. Parts of this document may be based on information received from sources we believe to be reliable. Although every effort is taken to ensure that the information contained in this document is accurate, Barings makes no representation or warranty, express or implied, regarding the accuracy, completeness or adequacy of the information.

These materials are being provided on the express basis that they and any related communications (whether written or oral) will not cause Barings to become an investment advice fiduciary under ERISA or the Internal Revenue Code with respect to any retirement plan, IRA investor, individual retirement account or individual retirement annuity as the recipients are fully aware that Barings (i) is not undertaking to provide impartial investment advice, make a recommendation regarding the acquisition, holding or disposal of an investment, act as an impartial adviser, or give advice in a fiduciary capacity, and (ii) has a financial interest in the offering and sale of one or more products and services, which may depend on a number of factors relating to Barings' business objectives, and which has been disclosed to the recipient.

OTHER RESTRICTIONS: The distribution of this document is restricted by law. No action has been or will be taken by Barings to permit the possession or distribution of the document in any jurisdiction, where action for that purpose may be required.

Accordingly, the document may not be used in any jurisdiction except under circumstances that will result in compliance with all applicable laws and regulations.

Any service, security, investment or product outlined in this document may not be suitable for a prospective investor or available in their jurisdiction. Any information with respect to UCITS Funds is not intended for U.S. Persons, as defined in Regulation S under the U.S. Securities Act of 1933, or persons in any other jurisdictions where such use or distribution would be contrary to law or local regulation.

INFORMATION: Barings is the brand name for the worldwide asset management or associated businesses of Barings. This document is issued by one or more of the following entities:

Barings LLC, which is a registered investment adviser with the Securities and Exchange Commission (SEC) under the Investment Advisers Act of 1940, as amended (Barings LLC also relies on section 8.26 of NI 31-103 (international adviser exemption) and has filed the Form 31-103F2 in Ontario, Quebec, British Columbia, Alberta, Nova Scotia, Manitoba, New Brunswick, Newfoundland and Labrador, Prince Edward Island and Saskatchewan); Barings Securities LLC, which is a registered limited purpose broker-dealer with the Financial Industry Regulatory Authority (Baring Securities LLC also relies on section 8.18 of NI 31-103 (international dealer exemption) and has filed the Form 31-103F2 in Ontario, Quebec, British Columbia, Alberta, Nova Scotia, Manitoba, New Brunswick, Newfoundland and Labrador, Prince Edward Island and Saskatchewan); Barings (U.K.) Limited, which is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority in the United Kingdom (Ref No. 194662) and is a Company registered in England and Wales (No. 03005774) whose registered address is 20 Old Bailey, London, EC4M 7BF.

The document is for informational purposes only and is not an offer or Barings Global Advisers Limited, which is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority in the United Kingdom (Ref No. 552931) and is a Company registered in England and Wales (No. 07622519) whose registered address is 20 Old Bailey, London, EC4M 7BF and is a registered investment adviser with the SEC; Baring Asset Management Limited, which is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority in the United Kingdom (Ref No. 170601) and is a Company registered in England and Wales (No. 02915887) whose registered address is 20 Old Bailey, London, EC4M 7BF; Baring International Investment Limited, which is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority in the United Kingdom (Ref No. 122628), and is a Company registered in England and Wales (No. 01426546) whose registered address is 20 Old Bailey, London, EC4M 7BF, is a registered investment adviser with the SEC (Baring International Investment Limited also relies on section 8.26 of NI 31-103 (international adviser exemption) and has filed the Form 31-103F2 in Quebec and Manitoba;

Barings Real Estate Advisers Europe Finance LLP, which is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority in the United Kingdom (Ref No. 401543); or

BREAE AIFM LLP, which is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority in the United Kingdom (Ref No. 709904);

Baring Fund Managers Limited, which is authorized as a manager of collective investment schemes with the Financial Conduct Authority in the United Kingdom and is authorized as an Alternative Investment Fund Manager in several European Union jurisdictions under the Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) passport regime;

Baring International Fund Managers (Ireland) Limited, which is authorized as an Alternative Investment Fund Manager in several European Union jurisdictions under the Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) passport regime and, since April 28, 2006, as a UCITS management company with the Central Bank of Ireland;

Baring Asset Management Switzerland Sarl, which is authorized by the Switzerland Financial Market Supervisory Authority to offer and/or distribute collective capital investments;

Barings Australia Pty Ltd (ACN 140 045 656), which is authorized to offer financial services in Australia under its Australian Financial Services License (No: 342787) issued by the Australian Securities and Investments Commission;

Baring Asset Management (Asia) Limited, which is licensed by the Securities and Futures Commission of Hong Kong to carry on regulated activities Type 1 (dealing in securities), Type 2 (dealing in futures contracts), Type 4 (advising on securities), Type 5 (advising on futures contracts) and Type 9 (asset management) in Hong Kong in accordance with the requirements set out in the Securities and Futures Ordinance (Cap 571);

Barings Japan Limited, which is registered as a Financial Business Operator (Registration No. 396-KLFB) for Type II Financial Instruments Business, Investment Advisory and Agency Business, and Investment Management Business with the Financial Services Agency in Japan under the Financial Instruments and Exchange Act (Act No. 25 of 1948); Baring SICE (Taiwan) Limited, an independently operated business (Business license number: 2008 FSC-SICE-Xin-030; Address: 21 F, No.333, Sec. 1 Keelung Road, Taipei 11012; Taiwan Contact telephone number: 0800 062 068); or Baring Asset Management Korea Limited, which is authorized by the Korean Financial Services Commission to engage in collective investment business and is registered with the Korean Financial Services Commission to engage in privately placed collective investment business for professional investors, discretionary investment business and advisory business.

Copyright

Copyright in this document is owned by Barings. Information in this document may be used for your own personal use, but may not be altered, reproduced or distributed without Barings' consent.

当資料は、ヘアリングス LLC が作成した資料をヘアリングス・ジャパン株式会社(金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第 396 号、一般社団法人日本投資顧問業協会会員、一般社団法人投資信託協会会員）が翻訳したもので、金融商品取引法に基づく開示書類あるいは勧誘または販売を目的としたものではありません。翻訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではなく、原文と翻訳の間に齟齬がある場合には原文が優先されます。当資料は、信頼できる情報源から得た情報等に基づき作成されていますが、内容の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。また、当資料には、現在の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、事前の通知なくこれらが変更されたり修正されたりすることがあります。

Complied (東京):2021 年 5 月 26 日 M20212Q38

For investment professionals only

BARINGS