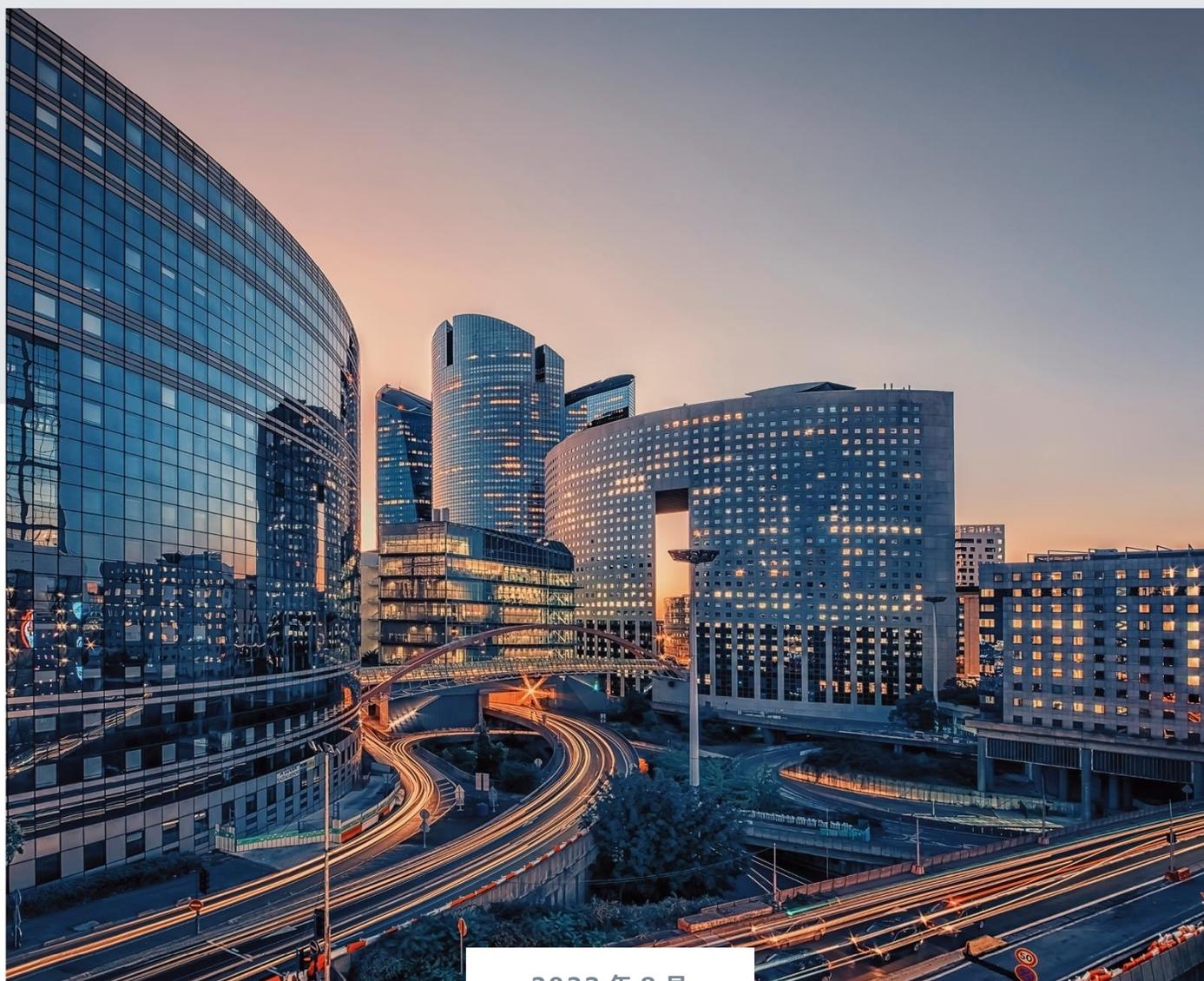


BARINGS

# 厳しい時期（不況期）： 欧州不動産の利回りはピークに達したのか？

欧州不動産四半期リサーチ



2023年8月

23-3028700

## 要旨

### 経済

- 米国とユーロ圏では第2四半期にインフレ率が低下し、金利動向にとってはサポート要因となりました。
- 生活コストの上昇と金利の上昇が依然として経済成長の足かせとなっており、調査データもまた、今後の軟調な展開を示唆しています。
- 通常、ヘッドライン・インフレとコアインフレの目標値への低下にはタイムラグがあります。
- 金利不安に対するピークが過ぎ去ったことから、不動産市場の価格にとってプラスに働くことが期待されます。

### 不動産市場

- インフレと金利に対する懸念が上昇した結果、昨年の不動産投資の取引活動は急減しました。
- REIT価格は依然としてボラタイルではあるものの、エネルギー危機の最盛期に記録した安値を大幅に下回ってはいません。
- 景気後退のペースが緩やかになれば、景気サイクルの谷が見えてくると思われることから、買い手が市場に戻ってくる可能性があります。
- 価格は、バリュエーションに基づく数多くの不動産インデックスに未だ反映されておらず、これは各地域の市場慣行によって異なります。
- オフィス賃貸の見通しは、依然としてESG評価がトップクラスの物件が最も優れています。このタイプのオフィス・スペース不足の傾向は、今後数年で強まると思われます。
- 物流案件における賃料の伸びは伝統的に景気サイクルを追従しているものの、2015年以降の堅調なeコマース「革命」により、同セクターは経済の低迷期の影響を受けることはありませんでした。
- 質の高い教育機関にサービスを提供し、高い賃料の支払いを厭わない富裕層の海外留学生を惹きつける学生寮専用施設（PBSA）は、引き続き最も人気が高いセクターとなっています。

## 経済見通し

ユーロ圏の経済は、2022年第4四半期と2023年第1四半期のGDPがマイナス0.1%とわずかな減少にとどまり、ほぼ横ばいで2023年に入りました<sup>1</sup>。経済活動は、昨年のエネルギー危機のさなかの数多くの悲惨な予測よりは改善しています。しかし、金融引き締めが今後の見通しに影響を及ぼしています。オックスフォード・エコノミクスは、第2四半期のGDPは再び横ばいとなり、2023年の年間平均成長率は0.6%になるものの、その後は加速し、2026年までの年平均成長率は1.6%になると予想しています。

6月のユーロ圏コンポジット総合購買担当者指数（PMI）は52.8から49.9に低下し、成長率の基準値である50をわずかに下回りました<sup>2</sup>。さらに、ユーロ圏の景況感指数（ESI）は第2四半期に減速し、3月の98.8から6月には95.3に低下し、これも基準値である100を下回りました<sup>3</sup>。

インフレ率は目標を大幅に上回っているものの、引き続き低下しています。2023年6月のユーロ圏インフレ率は、エネルギー価格の下落が最大の寄与となり、5月の6.1%から年率5.5%へ低下しました（図1）。一方、コアインフレ率は年率5.4%と5月の5.3%から上昇しましたが、3月の5.7%からは低下しました。6月の英国のインフレ率は年率7.9%と市場予想以上に低下したものの、同国特有の要因により依然として高水準を継続しています。

欧州中央銀行（ECB）は、直近のユーロ圏の賃金データが前年比5%以上の上昇となるなど、長引くインフレを引き続き懸念しています。ECBは直近の会合で金利を25bps引き上げ、2008年の世界金融危機前以来の高水準としました。しかし、6月の米国のインフレ率が年率3.0%にまで低下したことは大きなサポート要因です。米ドルが世界の基軸通貨であるため、米連邦準備制度理事会（FRB）が世界の金融基調を決定していることを考慮すれば、インフレ率の低下はタカ派的な懸念を和らげると思料されます。

図1: インフレ率の推移



出所: Eurostat, ONS, U.S. Bureau of Statistics 2023年6月末現在

1. 出所: Oxford Economics 2023年6月末現在
2. 出所: Markit Economics 2023年6月末現在
3. 出所: Eurostat 2023年6月末現在

過去 1 年間、金利上昇により住宅市場のモメンタムにブレーキがかかりました。その傾向は国によって異なるものの、ほとんどの欧州の住宅ローン市場は過去 15 年間で変動金利型住宅ローンから固定金利型住宅ローンへと移行しており、例外はスウェーデンやノルウェー、フィンランドが挙げられます。この住宅ローン政策の転換は意図的なものであり、現在の不動産サイクルにおいて銀行が不動産融資を適切に監督しているもう一つの例となっています。この安定装置は金融政策のタイムラグを遅らせるだけとの見方もあるものの、有意義な住宅価格の修正やそれに伴う経済全般に対するリスクには、失業率の大幅な上昇が想定されます。ほとんどの欧州諸国が労働力不足に見舞われ、失業率はほぼ記録的な低水準にあるため、住宅価格の下落は小幅なものにとどまるといのが予想コンセンサスとなっています。

軟調な調査データと経済成長の鈍化は、インフレ率がさらに低下する兆しでもあります。コアインフレ率がヘッドライン・インフレ率に遅行するのは普通のことですが、不安要素は長引き、今後はコアインフレ率と賃金の伸びがサービスなどの構成要素に波及する可能性に焦点が当てられると見られます。金利不安に対するピークが過ぎ去ったことから、不動産市場の価格にとってプラスに働くことが期待されます。

図2: 国別GDP見通し (%、年率)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2023-2027
フランス	6.4%	2.5%	0.5%	0.8%	1.6%	2.1%	2.2%	1.4%
ドイツ	2.6%	1.9%	-0.5%	0.9%	2.2%	2.2%	1.5%	1.3%
イタリア	7.0%	3.8%	1.0%	0.8%	1.0%	0.7%	0.5%	0.8%
オランダ	6.2%	4.4%	1.2%	1.2%	1.3%	1.1%	1.1%	1.2%
スペイン	5.5%	5.5%	2.5%	1.3%	1.6%	1.9%	1.7%	1.8%
スウェーデン	5.9%	2.9%	-0.3%	0.7%	2.2%	2.2%	2.0%	1.4%
英国	7.6%	4.1%	0.4%	0.4%	1.4%	2.3%	1.6%	1.2%

出所: Oxford Economics 2023年7月現在

図3: ユーロ圏インフレの推移



出所: Eurostat 2023年6月末現在

図4: ユーロ圏GDP



出所: Oxford Economics 2023年6月末現在

## 資本市場

金利先高観の高まりにより、商業用不動産（CRE）取引はこの1年で減速しました。Real Capital Analytics の取引額速報値によると、2023年第2四半期末時点で欧州のCRE取引額は6四半期連続で減少し、2022年第2四半期比65%減の187億米ドルに鈍化しました（図5）。

インフレ率が低下傾向にある中、金利不安のピークは過ぎ、不動産サイクルは谷に近付いていると見られます。利回り低下のペースは緩やかになっています。CBREによると、第2四半期のプライム・オフィスの利回りはさらに13bps低下しましたが、これはプライム・ハイストリート・リテールの12bpsに匹敵します。物流は、昨年最も早くかつ最も大きな打撃を受けたものの足元は最も安定しており、わずか5bpsの低下にとどまりました。

不動産利回りの低下ペースが緩やかになったことで、買い手が市場に戻ってくる可能性は高いものの、価格がバリュエーションに基づく数多くの不動産インデックスに未だ反映されていないため、今後数四半期は軟調な状況が続くと見られます。これは各ローカル市場の慣行によって異なると思われます。例えば、リファイナンスの際に金利上昇圧力により優良資産の価格が下落していることから、将来のアウトパフォームの可能性を有する魅力的な投資機会が生じ始めていると見られます。

欧州REITの基調トレンドは、不動産のバリュエーションに直接的に連行するバロメーターとして有効です。REITは引き続きデータに左右されているものの、エネルギー危機のピーク時の記録的安値を下回ってはいません。セクター別では、物流が金利の急上昇以降、最も軟調となっており、低利回り資産は、堅調なファンダメンタルズによる下支えに関係なく、資本価値の調整圧力により最も軟調となりました。

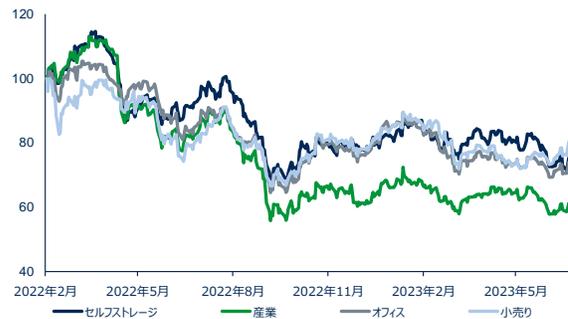
第2四半期末時点の国債と社債のスプレッドは、第2四半期初とほぼ同水準となりましたが、経済センチメントが悪化したため、CREデット・マージンは当四半期中にわずかに拡大した可能性があります。不動産向け融資のオリジネーションは依然としてタイトであり、イングランド銀行のクレジット調査は依然マイナスとなっています（図7）。一方、銀行の融資基準は通常より厳格になっているため、デットファンドの投資家にとっては数多くの投資機会となっています。競争は選好される資産およびセクターに偏って集中しているほか、取引額の回復は遅れているため、デットファンド投資家の資金投入までの期間が長期化する可能性があります。

図5: 欧州不動産取引額の推移



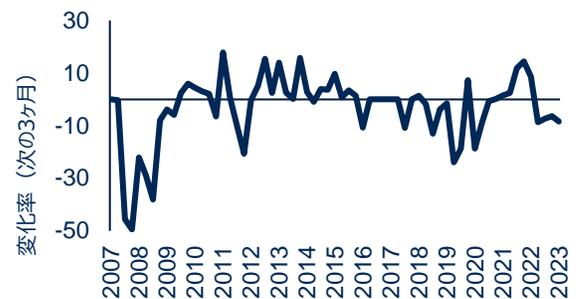
出所: Real Capital Analytics/MSCI 2023年6月末現在

図6: 欧州REITインデックスの推移（2022年2月=100）



出所: Bloomberg, FT 2023年7月10日現在

図7: イングランド銀行（BOE）クレジット・サーベイ（英国商業用不動産貸付）



出所: Bank of England Credit Conditions Survey 2023年6月末現在

## 不動産市場

### オフィス・セクター

今年の第1四半期の欧州オフィスの新規貸付面積（テイクアップ）は1,120万平方メートル（在庫合計の4.7%）となりました<sup>4</sup>。足元ではリース活動が若干緩やかになっており、四半期ごとの稼働面積は長期平均を下回っています。

リース活動が緩やかになっているにもかかわらず、空室率の急激な高まりは回避されており、2021年の0.8%増および2020年の1.3%増に比べ、直近12ヶ月ではわずか0.4%増の7.8%にとどまっています（図8）。低位の稼働面積は、景気の先行き不透明感が高い中、企業の移転決断が遅れているためであり、パンデミック後の働き方改革による縮小が原因ではありません。

数年にわたる低調な開発物件の竣工を経て、2023年には市場に供給されるオフィススペースは著しく増加すると思料されます。2011年以降、竣工率は年平均1.5%程度だったものの、2023年には2.4%の在庫が市場に供給されると予想され、これは2009年以来の高水準となります<sup>5</sup>。

今年、開発物件の竣工件数は循環的に最高値を記録する見込みとなっていますが、それ自体が不動産サイクル指標の典型的な谷であるため、市場における空室率の上昇圧力は低く、最良水準のESG評価を兼ね備えた近代的かつフレキシブルなオフィススペースの慢性的な不足が続くと思料されます。

今後導入される建物のエネルギー使用規制や企業のESG課題は、特にプライム・セグメントのリース需要にポジティブな影響を与えられ一方、在宅勤務の増加により、入居者はスペースのアップグレードを選好するものの、必要とされるスペースは減少する可能性があります。

景気は減速しているものの、雇用は依然として底堅く推移しています。実際、多くの市場は労働力不足に陥っています。高水準の雇用により、オフィス市場における空室率の大幅な拡大を免れていることに疑いの余地はありません。在宅勤務のピークが過ぎ去り、多くの企業が最低出社日数を義務付けていることから、オフィス市場の見通しは、吸収されるべき開発物件が増加するとはいえ、改善に向かっている可能性があります。

プライムオフィス賃料の伸びはやや鈍化したものの、引き続き堅調に推移しています。2023年第2四半期までの12ヶ月間で、プライムオフィスの賃料は5.4%上昇しました（図9）。最上位のESG評価格付けを有するオフィスの賃料見通しは引き続き良好です。このタイプのスペース不足の傾向は、今後数年間は強まると思料されます。

図8: 欧州オフィス：空室率 VS 失業率



出所: CUSHMAN & WAKEFIELD、OXFORD ECONOMICS  
2023年3月末現在

図9: 欧州オフィス：プライム賃貸成長率



出所: Savills、CBRE、Cushman & Wakefield 2023年6月末現在

4. 出所: Cushman & Wakefield

5. 出所: Cushman & Wakefield

## 不動産市場

### 小売りセクター

欧州の消費者信頼感は改善傾向が続いており、エネルギー危機時の2022年9月に記録した過去最低の-28.4から、2023年5月には-16.1まで上昇しました。しかし、消費者信頼感は長期平均の-10.4やロックダウン後の最高値である-2.2を大きく下回っています（図10）。

軟調な消費者信頼感が小売売上高の下押し圧力となり、過去12ヶ月の成長率は-2.8%に低下しました（図10）。粘着性のあるコアインフレと金利上昇の期間は、消費マインドだけでなく小売支出の動向にも大きな影響を与えようと思料されます。金利上昇が家計に更なる影響を及ぼすと、景気回復は失速もしくは景気後退に陥る可能性があります。

小売りセクターでは、賃料と利回り両方が圧迫され、過去10年間アンダーパフォームしてきました。これは、欧州全域でeコマースが展開された直接的な結果となっています。eコマースの影響を回避することはできないものの、スーパーマーケットは、その低いマージンと高い配送コストが事業者にとって物流面および収益面における参入障壁となるため、最も回復力を有するサブセクターとなっています。このため、大きくアンダーウエイトしている小売りセクターの中でも、食料品店は中立推奨ウエイトとして当社のポートフォリオに組み入れられています。

スーパーマーケットは、小売りの他のサブセクターに比べ、賃料の急落からある程度守られてきました。例えば、パンデミック以降、英国のスーパーマーケットの賃料の伸びはわずか0.5%の下落にとどまっており、同期間におけるショッピングセンターの-5.5%、標準店舗の-7.4%、小売り倉庫の-0.7%と比較してもよく持ちこたえています（図11）。プライム店舗の平均賃料は、2023年6月までの12ヶ月間で1.6%下落し、安定化に向かっています。この水準は、賃料が年率換算で10.0%下落した2020年12月の底値から改善しています。

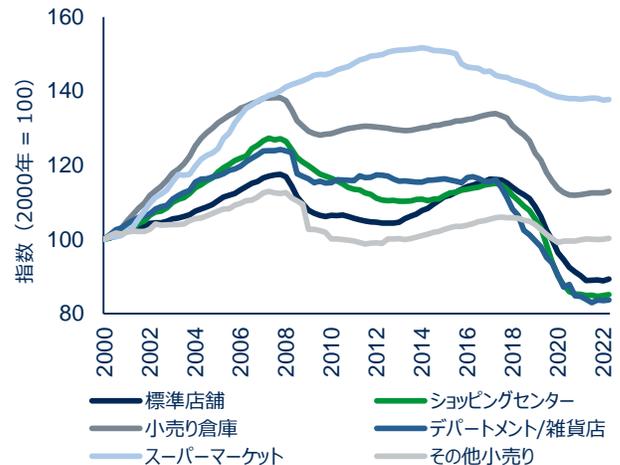
長期的に見ると、優位な立地にある最良の小売り資産には将来性があると見ています。しかし、現時点では、銘柄選択リスクは高まっており、これは主にオポチュニスティックな投資家の間で懸念されています。閉店から開店への転換は、この構造転換の底を見極める鍵になる可能性があります。

図10: ユーロ圏: 消費者信頼感 VS 小売売上高

出所: Eurostat 2023年6月末現在



図11: セクター別英国賃賃成長率



出所: MSCI 2023年3月末現在

## 不動産市場

### 産業セクター

景気減速、特に小売売上高の停滞は、今や物流需要にも波及しています。2023年第1四半期の貸付面積は510万平方メートルとなり、長期平均では470万平方メートル/四半期に減速しました（図13）。これは足元の実績と比較すると低いものの、パンデミック期における好調なリース活動が例外的であったためです。また、オンライン売上がパンデミック時の急増から2020年以前の水準に戻りつつあることにも一致しています。

リース活動は軟調になっているものの、供給は依然としてタイトな状況です。今期の空室率は若干上昇傾向にあるものの、依然として3%以下となっています（図12）。利用可能なスペースの選択肢の減少が賃貸物件の阻害要因となり、新規貸付面積（テイクアップ）総数に下方圧力をかけていることは間違いありません。テナントのグレースペース（賃貸契約期間案件における余剰区画）もまた増加しているものの、一時的なもので、短期的なサブリースに過ぎません。

開発物件の竣工は、過去12ヶ月間に遅れたスペースの在庫もあり、テイクアップとほぼ一致しました。竣工物件の急速な成約は、いかに需給が逼迫しているかを示唆しています。JLLによると、約2,100万平方メートルが建設中で、その約半分がまだ今後の入居テナントの決まっていない物件だと推定されています。逼迫した状況が続けば、このような物件は吸収されるため、空室率の上昇圧力は軽減されると思われます。

ザヴィルズによると、欧州の空室率の上昇傾向は第2四半期も継続すると予想しています。建築コストの上昇や利回りの上昇、物件価格の低下により着工件数が減少しているため、今年後半には竣工件数が減少すると思われます。

従来、賃料の伸びは景気サイクルに追随してきたものの、2015年以降のeコマース革命の堅調な推移により、景気減速期の影響は同セクターには及びませんでした。賃料の伸びと経済センチメントの相関は、2015年までは0.7となっていました。現在は-0.3であり、実店舗からオンライン小売りへの構造的シフトを反映しています（図13）。

欧州物流の賃料は引き続き強い伸びを示し、2023年6月までの12ヶ月間で13%拡大し、経済が減速した時期においても前四半期比で1.6%の上昇となりました（図13）。これは、賃料の伸びが2桁台のペースから若干緩やかになったものの、物流が景気減速の影響を受けないわけではないにせよ、回復力があることを示唆しています。

図12: 欧州物流: 市場の状況



出所: CBRE 2023年3月末現在

図13: 賃貸成長率 VS 経済センチメント



出所: Eurostat, Cushman & Wakefield, CBRE 2023年3月末現在

## 不動産市場

### 住宅セクター

金利上昇が引き続き住宅価格の伸びを圧迫しました。経済協力開発機構（OECD）によると、ユーロ圏の住宅価格は2023年第1四半期に0.4%下落し、2四半期連続の下落となりました。しかし、年間では、住宅価格の伸び率は0.3%とプラス圏にあります。住宅価格の年間上昇率は、2022年初頭の10%近い高水準から急落しています。

Eurostatによると、多くの主要市場が四半期を通して下落し、ドイツが-3.0%と最大の下落となり、次いでフランスとオランダがそれぞれ-1.0%下落しました。イタリアでは0.1%の小幅上昇となったほか、スペインでは0.7%上昇するなど、一部の市場では上昇しました。

学生寮は、魅力的な投資機会となる構造的要因を内在するサブセクターです。グローバルの中産階級の台頭はメガトレンドであり、多大な富を手にした数百万もの富裕層による高等教育への需要の高まりに伴い、今後も継続すると思料されます。

留学生を惹きつけるためには、大学の質が鍵となります。欧州には、タイムズ・ハイヤー・エデュケーション（THE）のランキングで世界上位にランクインしている大学の約半数があるため、学生需要の高まりから恩恵を受ける独自の立場にあります。

同セクターの開発を魅力的なものにしているもうひとつの構造的要因は、目的別学生寮（PBSA）の一般的な不足です。PBSA専用ベッド1床あたりの学生数がそれぞれ30人および16人であるイタリアやスペインなど、著しく開発が遅れている市場があります（図15）。英国など、より確立された市場では在庫があるとはいえ老朽化が進んでおり、世代交代の必要性による開発の機会を提供しています。

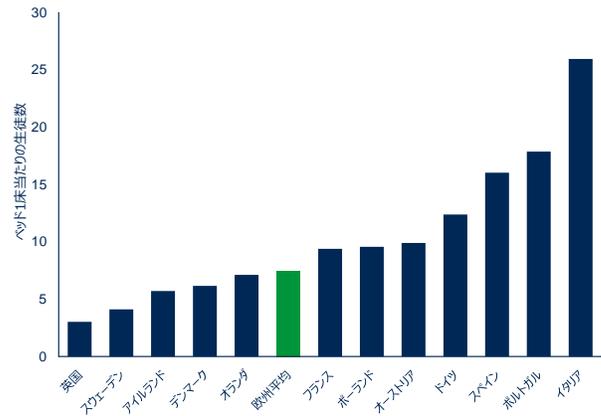
PBSAセクターは、小売業からのシフトに伴い、他のセクターへの展開が必要となるため、今後数年間は非常に重要なセクターとなると思料されます。民間賃貸セクター（PRS）や賃貸専用住宅（BTR）と並んで、PBSAは投資機会となる肥沃な土壌を提供すると思われます。他の文化的魅力を有する市場において、質の高い教育機関にサービスを提供できる商品は、PBSAの高い賃料の支払いが可能な富裕層の海外留学生を惹きつける可能性があります。

図14: 欧州: 名目住宅価格伸び率



出所: OECD 2023年6月末現在

図15: PBSA: ベッド1床当たりの生徒数



出所: CBRE 2023年5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Dags Chen（ダグス・チェン）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）**

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.

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に変更されたり修正されたりすることがあります。

3062394

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.