

BARINGS

一様ではない様相を呈する  
欧州不動産

欧州不動産四半期リサーチ



2024年5月

24-3538729

## 要旨

### 経済

- ユーロ圏では景気回復の兆しが見え始めており、2025年には景気回復がさらに加速する可能性が高いと見えています。
- 力強い成長を継続している米国とは異なり、ユーロ圏ではインフレ率が低下し、経済成長は鈍化しています。
- 欧州中央銀行（ECB）の金融政策は米連邦準備制度理事会（FRB）と乖離する可能性があり、現時点ではECBは6月に利下げの可能性を示唆しています。

### 不動産市場

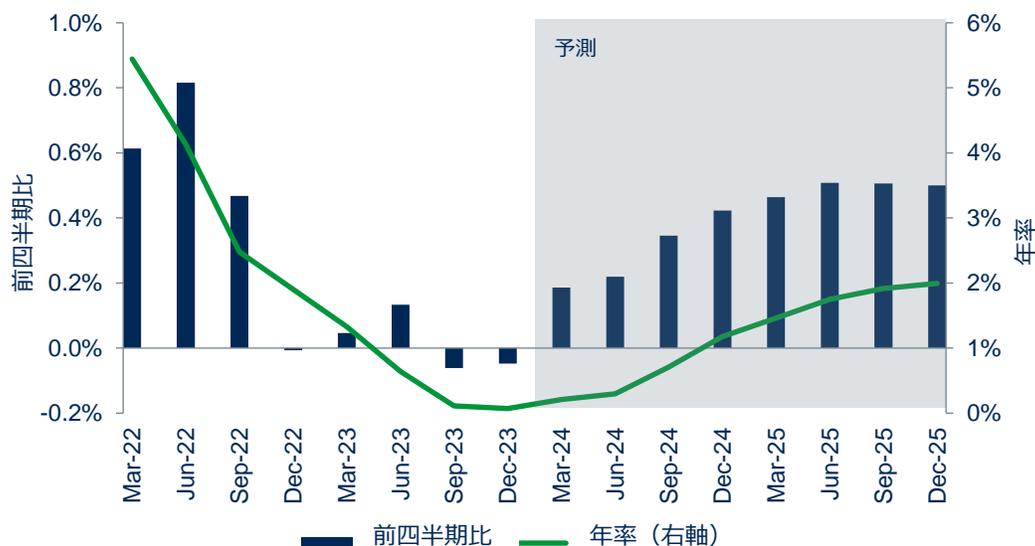
- 価格下落圧力は緩和傾向にあり、全不動産物件のプライム利回りは安定化の兆しを見せています。
- 不動産投資家の状況は改善傾向にあり、不動産債券スプレッドは290bpsに拡大し、クレジット状況は早期に緩和の兆しを見せています。
- 地域やセクター毎の不動産価格の回復タイミングは、不動産デットのリファイナンス資金ギャップや長期的な成長ドライバーの変動と一致する可能性が高いと思われます。
- オフィス・セクター：個別企業の文化とESGに特に着目することで、「質への逃避」のさらなる進展が促進されます。
- 小売りセクター：小売業者の努力率（店舗売上高に対する店舗賃料の割合で算出）が改善すれば、賃料がさらに上昇する可能性があります。
- 産業セクター：ファンダメンタルズは、パンデミック以前のトレンドへ回帰傾向にあり、ポジティブを維持しています。
- 住宅セクター：高品質かつ中流層向けにより、住宅賃料が価格を上回る時期が持続すると予想されます。

## 経済見通し

ユーロ圏の2023年の経済は、第4四半期のGDPが年率0%成長と停滞するなど冴えない様相を呈したものの、現在では回復の兆しが見え始めています。4月のユーロ圏総合購買担当者景気指数（PMI）は51.4となり、2ヶ月連続で好調・不調の境界線となる50を超えました（図3）。物価上昇圧力は緩和傾向にあり、3月のユーロ圏のヘッドライン・インフレ率は2.4%と前年同月の6.9%から低下し、食品とエネルギーを除いたコアインフレ率も2.9%と8ヶ月連続で低下しました<sup>1</sup>。しかし、サービス・インフレ率は5ヶ月連続で4%と横ばいとなり、依然として粘着性を見せています。

米国の状況は異なり、経済は依然として力強い成長を維持しており、インフレは粘着性を示しています。第1四半期はデysinフレが停滞したため、今年後半のFRBによる利下げ転換が予想されていましたが、その市場予想は後退しました。その結果、米国とユーロ圏の金融政策における利下げ時期に乖離が生じる可能性が出てきました。ECBは、継続的なインフレに関するデータの裏付けがあれば、6月にも利下げを実施する可能性を示唆しています。ECBが利下げに踏み切る場合、ユーロの通貨安がインフレの再燃を招かないよう、慎重なアプローチが予想されています。

図1: 欧州経済成長率の推移 (GDP)



出所: Oxford Economics 2024年4月現在

ユーロ圏の経済成長見通しは改善傾向にあります。インフレ率の低下による循環的な追い風により、家計の実質可処分所得水準および個人消費は下支えされると思われます。利下げも加速すると思われませんが、これは金融政策の波及効果が遅延することから時間を要すると思われれます。通貨安も輸出の見通しを押し上げると思われます。

オックスフォード・エコノミクスによると、ユーロ圏の今年のGDP成長率は0.6%と予想されていますが、これは2023年の0.5%とほぼ同水準となっています。経済成長は加速し、2025年には1.8%、2026年には1.9%となると見込まれています。不動産セクターの投資実績は景気サイクルと強く結びついているため、成長見通しの改善は同セクターの回復にとって好材料となります。

これまでと同様、地政学リスクが見通しの主な下振れ要因であることに変わりはありません。中東情勢が緊迫化すればエネルギー価格に上昇圧力がかかる可能性があるため、物価上昇がコアインフレ率に影響を及ぼすとすれば問題

<sup>1</sup> 出所: Eurostat 2024年4月現在

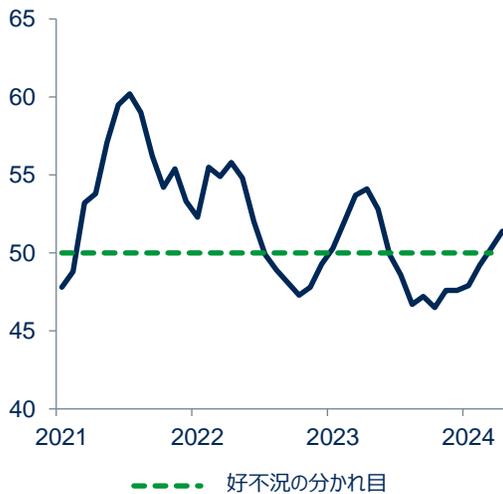
となるかもしれません。もしこのような事態が発生すれば、利下げの時期が遅れる可能性があり、その結果、成長率にマイナスの影響を与えることになります。

図2: 国別GDP見通し(%, 年率)

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2024-2028
フランス	0.9%	0.5%	2.0%	2.5%	1.8%	1.2%	1.6%
ドイツ	-0.1%	0.0%	1.4%	1.9%	1.7%	1.3%	1.3%
イタリア	1.0%	0.7%	1.1%	0.8%	0.4%	0.2%	0.6%
オランダ	0.2%	1.0%	2.0%	1.6%	1.2%	1.2%	1.4%
スペイン	2.5%	2.2%	1.7%	1.5%	1.3%	1.2%	1.6%
スウェーデン	0.0%	0.2%	1.6%	2.1%	2.0%	1.8%	1.6%
英国	0.1%	0.5%	2.0%	2.0%	1.6%	1.6%	1.6%

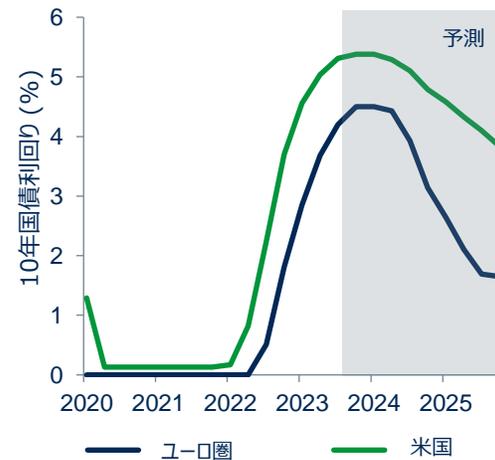
出所: Oxford Economics 2024年4月現在

図3: ユーロ圏コンポジットPMI



出所: S&P Global 2024年4月現在

図4: 金利見通し



出所: Oxford Economics 2024年4月現在

## 資本市場

欧州不動産投資市場の状況は依然として軟調で、Savillsは2024年第1四半期の取引額は前年同期比12%減、5年平均と比較すると51%低い約340億ユーロと予測しています。年間取引額は安定化の兆しを見せており、第1四半期における年間取引額は1,440億ユーロと推定され、2023年第4四半期における年間取引額1,490億ユーロからわずかな減少にとどまりました。

価格下落圧力は緩和傾向にあり、全不動産物件のプライム利回りは第1四半期に5.2%と安定化の兆しを見せています(図5)。第1四半期のドイツ10年国債利回りは2.3%に小幅に低下し、不動産債券利回りのスプレッドは前年同期の240bpsから290bpsに拡大しました。

欧州REITの価格動向は、遅行する不動産評価よりもはるかに先行して、引き続き現在の市場価格の軌跡を評価する有用なバロメーターとなっています。産業、小売りおよび住宅セクター企業の株価は2023年後半に短期的に回復したものの、第1四半期には横ばいとなりました(図6)。これは主に世界的な利下げ時期の遅れによるものです。オフィスREITの株価は、事業者が多額の設備投資を必要とするような在庫の陳腐化に対する懸念が高まったことを反映して下落しました。

困難な状況は広範に蔓延しているわけではないものの、借入コストの上昇と不動産価値の下落がローン・トゥ・バリュー(LTV)を押し上げ、インタレスト・カバレッジ・レシオ(ICR)を引き下げています。クレジット状況の緩和(図7)も市場の活動を下支えすると思われそうですが、あまり選好されないセクターのノンプライム資産に対する資金調達には困難となる可能性があります。

価格回復のタイミングはセクターや地域によって異なり、負債の資金調達ギャップや長期的な成長見通しによって決定される可能性が高くなります。資金調達ギャップはオフィス・セクターで最大となっており、ほとんどの市場において40~50%を占めています<sup>2</sup>。国別では、利回りが低水準から上昇し、LTVに大きな影響を与えたドイツと、過去のサイクルにおいてレバレッジ水準が高かったスウェーデンにおいて、資金調達ギャップが最大となっています。

賃料の成長見通しという点では、経済成長の見通しが最も堅固かつ不動産市場のファンダメンタルズが非常にサポートティブで、人口動態や技術革新、ESG要因など構造的な堅固な裏付けを有するセクターに見出されると予想されます。

図5: 欧州プライム全不動産利回り VS 債券利回り



出所: CBRE, C&W, Oxford Economics 2024年4月現在

図6: セクター別REIT価格



出所: FTSE EPRA/Nareit Developed Europe 2024年3月29日現在

図7: 英国商業用不動産のクレジット未使用率



出所: BoE Lending Survey 2024年4月現在

<sup>2</sup> 出所: AEW Research—2024 European Outlook、ベアリングスのリサーチ 2024年2月現在

## 不動産市場

### オフィス・セクター

2023年の欧州オフィスの年間新規貸付面積（テイクアップ）は960万平方メートル、在庫の4.0%となり、2022年から約16%減少、10年平均から約13%下回りました<sup>3</sup>。2023年第4四半期は、2022年第4四半期以降で最もテイクアップが堅調な四半期となりました。特にミラノとロンドン（シティ）は、それぞれ平均を約60%、約50%上回りました<sup>3</sup>。一方、アムステルダムとベルリンは軟調となり、それぞれ平均を約65%、約45%下回りました。

欧州のオフィス空室率は依然として米国の水準を大きく下回っており、2023年12月には8.4%と前年比0.6%の上昇にとどまり、長期平均に近い水準となっています<sup>3</sup>。コペンハーゲン、マドリード、プラハ、ウィーンでは、空室率は現地の長期トレンドを大きく下回っているものの、ストックホルムとロンドン中心部では、現在通常よりやや上回った水準となっています。

在宅勤務（WFH）が同セクターにとって逆風となる一方で、物理的なオフィスの稼働率は明るい兆しを見せています。Savillsによるビル管理システム（BMS）のデータによると、パンデミック前の平均が約80%だった欧州における物理的なオフィスの平均稼働率は、55%から59%に上昇しました。勢いがやや低下したパリを除き、過去12ヶ月間においてほとんどの市場で上昇しました。

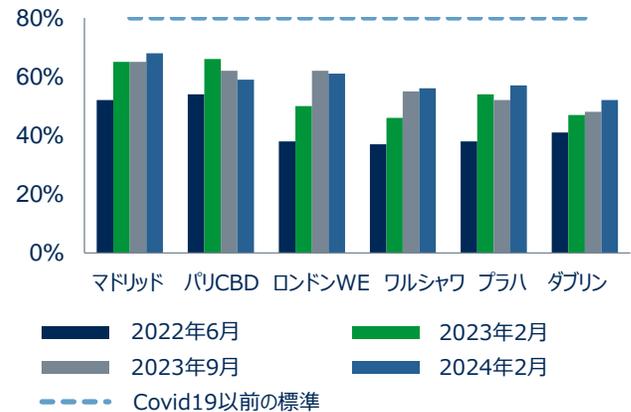
PayScaleの最近の調査によると、企業文化の構築と維持、コラボレーションの促進を望む企業の意向により、リターン・トゥ・オフィス（RTO）の義務化が推進されていることが明らかになりました（回答の74%が義務化の主な理由としてこれらを挙げています）。物理的なオフィスは、人材を惹きつけ企業文化を構築する上で極めて重要な役割を担っており、持続可能性の向上へのシフトとともに、プライムオフィスの需要を牽引する要因になると思われます。近代的な在庫の不足は、必要とされるスペースの多くがまだ開発されていないことを意味しています。

2023年に開発が循環的なピークに達すると予想されたものの、実際に竣工したのは380万平方メートル、オフィス在庫全体の1.5%にとどまりました<sup>3</sup>。インフレに関連したコスト圧力と軟調な経済状況により、複数のプロジェクトが2024年にずれ込んだと見られます。今年は竣工面積が在庫全体の2.2%と増加が予想されるものの、ビルのライフサイクルを40年と仮定した場合に年率2.2%と算出される建て替え/老朽化の割合を依然として下回っています<sup>3</sup>。入居者の質への逃避という状況を鑑みると、開発物件の増加による総空室率への影響は小幅なものにとどまると考えられます。

昨年の軟調な経済状況とリーシング活動全体の鈍化にもかかわらず、2024年3月までの1年間に欧州のプライムオフィスの賃料が年

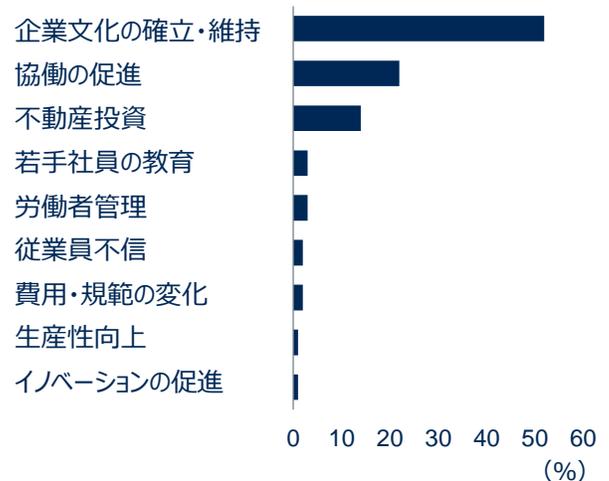
率6.1%と非常に堅調な伸びを示したのは、近代的なスペース不足が主な理由として挙げられます<sup>4</sup>。

図8: 欧州都市別入居率



出所: Savills 2024年4月現在

図9: RTOを義務付ける主要な理由



出所: PayScale 2023年8月現在

<sup>3</sup> 出所: Cushman & Wakefield 2023年12月31日現在

<sup>4</sup> 出所: Cushman & Wakefield 2024年3月31日現在

## 不動産市場

### 小売りセクター

小売り売上高は増加傾向にあり、2022年1月以降8.6%の増加を記録しました（図10）。小売業者にとって売上高が増加することは間違いなくプラスであるものの、同期間に実際に販売された商品数量は減少しており、小売り数量は-3.4%となっています。小売業者は、卸売コストの上昇分を販売価格の値上げにより消費者に転嫁せざるを得ませんでした。その結果、消費者は買い控えを余儀なくされましたが、これは生活費の上昇と生活水準の低下と定義付けされています。

生活水準の低下は回復傾向にあるものの、消費者信頼感長期平均である-11.7と比較して-14.9と失速しています<sup>5</sup>。家計センチメントは、2023年7月以降はこの水準で推移してきましたが、それ以前はエネルギー危機時の史上最低水準である-28.6から一部回復していました。それにもかかわらず、消費者信頼感依然として軟調に推移しており、直近のピークである-2.2を大きく下回っています。

実質小売売上高が回復するのは、おそらく消費者信頼感がさらに回復した後、実質賃金の伸びが加速したときが最も可能性が高いと思われます。インフレ率が高く経済成長が低迷するこの時期において、失業率にほとんど動きがないのは注目に値します。ユーロ圏の失業率は過去最低の6.5%にとどまっており、タイトな労働環境も消費者の回復を後押ししています<sup>6</sup>。

店舗売上高に対する店舗賃料の割合で算出される小売業者の努力率は改善傾向にあります。通常、名目ベースで計算される回転率の上昇ペースは、賃料の変動を上回ってきました。過去4～5年間は、売上高に比べて賃料が下落しています。この動向により、経済全体が上向いたときに、将来的な小売賃料の成長可能性をある程度裏付けられると思われます。

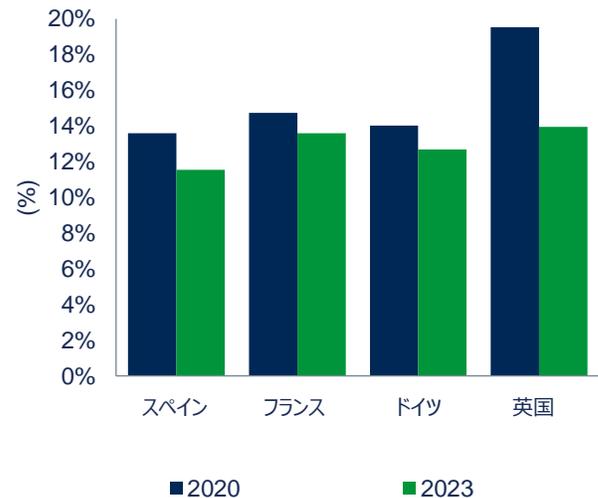
2024年3月までの1年間で、欧州のプライム店舗賃料の伸びは合計3.1%となりました<sup>7</sup>。賃料は2022年半ば以降プラスのモメンタムを持続しており、昨年は2017年以降最も好調な12ヶ月となりました。しかし、このような動向は、同セクターが直面する構造的課題を大きく変えるものではありません。オンライン販売は足元では若干後退しているものの、全体としては上昇トレンドが継続しています。

図10: 小売り回転率 VS 売上高



出所: Eurostat 2024年4月現在

図11: 小売業者の努力率



出所: Green Street 2024年3月31日現在

<sup>5</sup> 出所: European Commission 2024年4月現在

<sup>6</sup> 出所: Eurostat 2024年3月現在

<sup>7</sup> 出所: Cushman & Wakefield 2024年3月31日現在

## 不動産市場

### 産業セクター

2023年の欧州のリース事業活動は2022年から25%減少するなど、物流セクターのテイクアップは正常化傾向にあります（図12）。その一因は、金利に起因するGDPおよび消費の鈍化のほか、パンデミック期の記録的な高水準からの脱却が挙げられます。ほとんどの主要市場で年間テイクアップは減少しました。イギリスとドイツは前年同期比でそれぞれ-43%、-38%と最大の下落を記録しました。イタリアはこのトレンドに逆行する格好で過去最高を記録した2022年からわずかに改善し、0.4%増となりました。

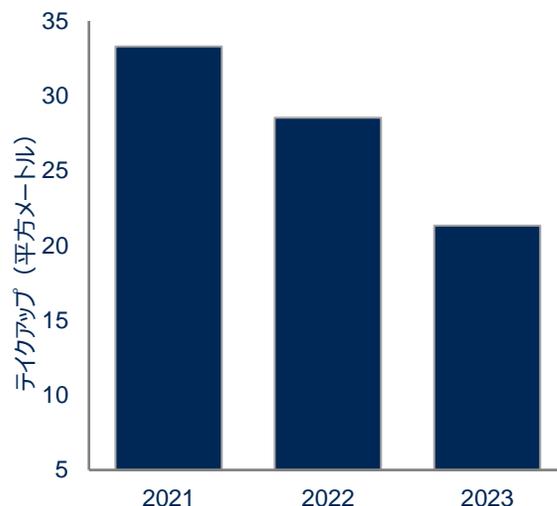
欧州全体では、サードパーティーの物流において2023年のテイクアップが42%と最多となり、次いで製造が40%となりました<sup>8</sup>。自動車メーカーは、従来の内燃エンジン生産と並行してEV/バッテリー生産を行うためのスペースを確保しました。軟調な消費に伴い、eコマースのテナントは大規模な拡張計画を休止しました。

物流の空室率は4%弱まで上昇したものの、依然として長期平均を下回っており、記録的な低水準からも後退しています<sup>9</sup>。リース事業活動と同様、空室率もパンデミック前の正常な水準に回帰する傾向にあります。

金利上昇や労働市場の逼迫、コモディティ価格の上昇による開発コストの上昇により、プロジェクトの実行可能性が妨げられています。その結果、着工するプロジェクトは減少しています。JLLによると、欧州の建設中スペースは1,900万平方メートルを下回り、投機的な建設中スペースは2021年以来的の最低水準に落ち込みました。全体として、欧州の物流セクターにおける近代的な在庫は、人口対比で見た場合、構造的に供給不足となっています。eコマースが最も進んでいる市場でさえ供給不足であり、英国とフランスでは制約を受けるケースが多くなっています。

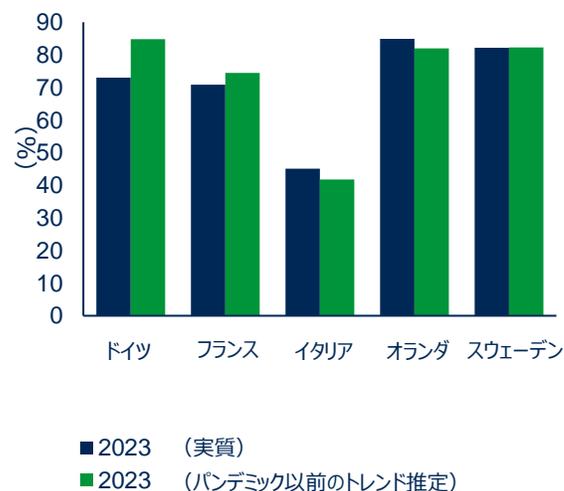
産業セクターのファンダメンタルズは、長期的にはより緩やかかつ持続的であるものの、依然として良好な軌道を描くと見られます。リース事業のモメンタムが軟化したにもかかわらず、2023年の欧州の産業セクターにおける賃料の伸びは年率7.4%と堅調で、2022年のピークである年率17%超からは後退したものの、依然として「伝統的」セクターの中では最も好調を維持しています<sup>10</sup>。

図12: 産業セクター テイクアップ



出所: CBRE 2023年12月31日現在

図13: オンラインショッピングを利用する人口割合 (%)



出所: Eurostat 2024年3月現在

<sup>8</sup> 出所: CBRE 2023年12月31日現在

<sup>9</sup> 出所: CBRE 2023年12月31日現在

<sup>10</sup> 出所: Cushman & Wakefield 2024年3月31日現在

## 不動産市場

### 住宅セクター

金利上昇はユーロ圏の住宅価格を小幅に下落させましたが、今年後半の利下げ期待が高まる中、谷は越えたと思われます。2023年12月までの12ヶ月間で、ユーロ圏の住宅価格は年率-1.1%となり（図14）、年率-2.2%となった2023年9月までの12ヶ月間より大幅に改善しました。これは、住宅価格の下落のピークが既に到来したことを示唆しています。

住宅価格の相対的な底堅さは、主に労働市場の逼迫が要因であるとの説明が可能となっています。ユーロ圏の失業率は6.5%と過去最低を記録し、住宅ローン金利上昇の防波堤となり、価格下落に歯止めをかけています<sup>11</sup>。資金調達条件が高まったこの時期、大規模な不良債権売却が市場で行われなかったため、劇的な価格調整は見られませんでした。

国別で見るとばらつきがあります。経済状況が軟調となったドイツとフランスでは、2023年の住宅価格はそれぞれ年率-7.1%、年率-3.6%となりました<sup>12</sup>。スペインとイタリアでは住宅価格は上昇し、昨年それぞれ年率4.3%、年率1.8%となりました。

金融緩和が近付いていると見られることから、住宅価格の大幅な調整は期待していません。さらなる下落の可能性はあるものの、長期的には構造的要因が価格を下支えています。これまで住宅建設は一貫して政府目標を下回っているため、供給不足の深刻化に加え値ごろ感を損なっています。

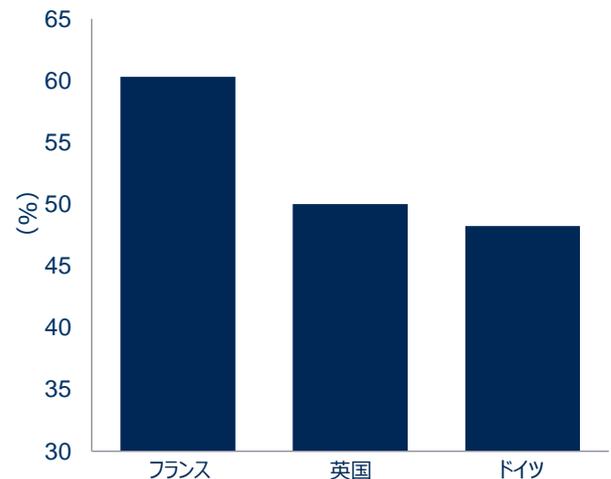
住宅価格の高騰と住宅ローン金利の上昇により、買い手にとって手の届かない状況を作り出しており、潜在的な借り手が増加します。これは、収入と賃料の成長見通しに対する大きな保証となります。プライム住宅は主流の住宅に比べ住宅のアフオードビリティに対する依存度が低いとはいえ、軟調なマクロ経済状況が買い手心理を鈍らせると予想されます。高品質かつ中流層向け住宅により、住宅賃料が価格を上回る時期が持続すると予想されます。

図14: ユーロ圏住宅価格指数



出所: Eurostat 2023年12月現在

図15: 新規住宅着工件数 (対必要件数、%)



出所: JLL 2023年11現在

<sup>11</sup>出所: Eurostat 2024年3月現在

<sup>12</sup>出所: Eurostat 2023年12月31日現在

## リサーチ・チームについて

ペ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）**

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、ベアリングス LLC が作成した資料をベアリングス・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。

3606198

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.