

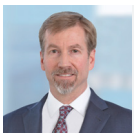


ALTERNATIVES

市場構造及び景気サイクルから 見る、米国不動産デット市場の今

コロナ禍を受けた市場の混乱は、ウイルスの脅威が完全に払拭されるまで、市場ファンダメンタルズの下方圧力要因として今後も作用すると思料されます。一方、物件の需要並びにインカム水準の回復に先立って、リスクリターン観点上の魅力的な投資機会の出現が期待されます。

BARINGS INSIGHTS



Philip Conner
(フィリップ・コナー)
米国不動産リサーチ&戦略責任者



Ryan LaRue
(ライアン・ラルー)
ベアリングス不動産、ディレクター

ハイライト

- 米国の商業用不動産及びマルチファミリー住宅におけるデット市場は非常に大きな市場規模を有し、年間数千億米ドル相当の不動産ローンが組成されています。
- 不動産デットへの投資は、安定的なインカム収入を歴史的に生み出してきました。同ローンは実物担保資産による潜在的なダウンサイド・プロテクション効果を有し、魅力的なリスク調整後リターンを齎します。
- 過去10年における銀行のリスク許容度の低下、及び資本規制の影響が、ノンバンク・レンダーの一層の市場参加機会を生み出しました。
- コロナ禍による短期的な逆風にも関わらず、2021年後半における力強い景気回復期待から、物件の需要並びにインカム水準の回復に先立って、リスクリターン観点上、不動産デット投資家にとって魅力的な投資機会の出現が期待されます。

過去数十年に渡って商業用不動産及びマルチファミリー住宅のデットへの投資は、米国の投資ユニバース及び機関投資家のポートフォリオの一部を占めてきました。しかし、過去2回の市場サイクルを経て、ほぼ全ての債券セクターにおける利回り低下傾向の中、不動産デット市場の発展及び成熟化と相まって、不動産デット資産はより一層の投資意欲を惹き付けています。当レポートでは、米国商業用不動産デット市場、及び不動産デットを含めたアセットアロケーションに関する伝統的な議論に関する概要をご提供できればと考えております。また、足許の市場環境がなぜ不動産デットへの投資を検討する投資家にとって、魅力的な投資タイミングになるのかという点についても議論していきます。

米国不動産デット市場の足許の構造

商業用不動産プライベートデットは、伝統的に以下3つの要素に基づき、ポートフォリオ・アロケーションにおいて検討されます。(1) 十分なサイズ及び分散が期待できる投資機会、(2) 安定した魅力的な絶対リターン及びリスク調整後リターン期待、(3) 十分に分散の効いたポートフォリオによる恩恵

1. 巨大かつ分散された投資機会

最も根本的な市場の背景として、米国商業用不動産デット市場は2020年第3四半期時点で凡そ4.8兆米ドルの不動産デット案件残高を有する、大規模かつ成熟した市場です。内訳としては、凡そ3.1兆米ドルの商業用不動産デット、及び1.7兆米ドルのマルチファミリー住居デットによって構成されています。商業銀行が不動産デット市場の最大の担い手であり、凡そ市場の50%に相当する2.4兆米ドルが保有されています。一方、ファニーメイやフレディーマックといった政府系機関や生命保険会社、証券化市場も大きな割合を占めています(図1)¹。

図1: 投資主体別不動産デット案件残高
(10億米ドル, 2020年第3四半期)

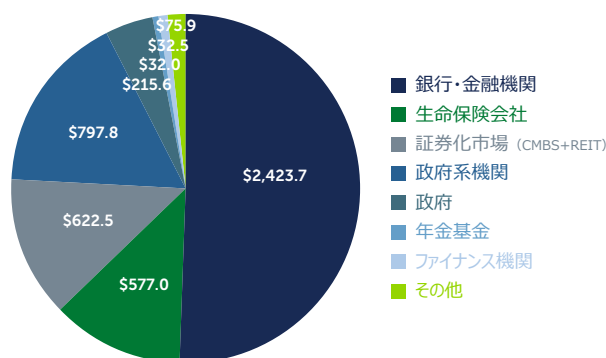
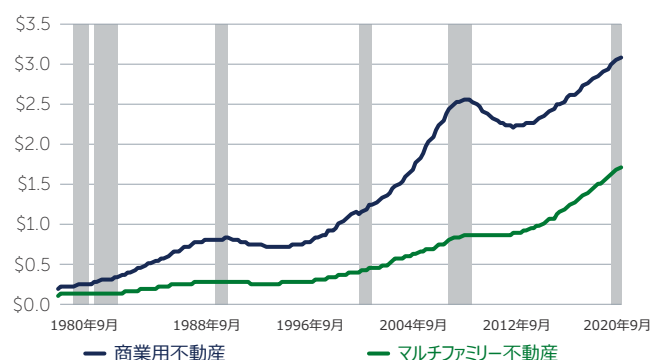


図2: 不動産デット残高の推移
(1兆米ドル)



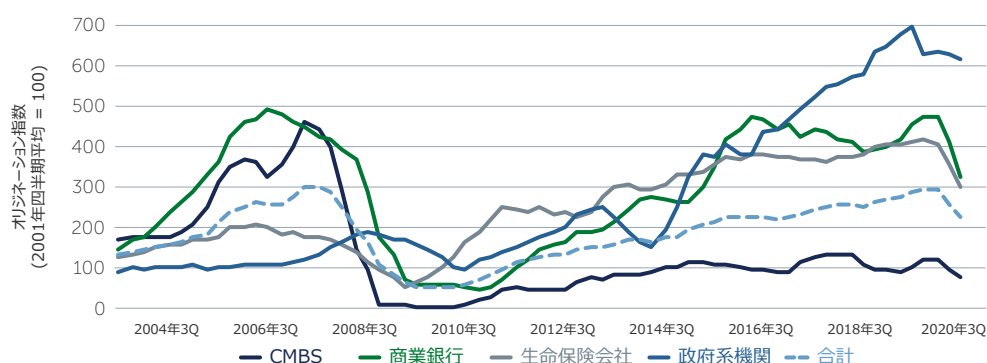
出所: Federal Reserve, Trepp, LLC, BRE Research 2020年9月末現在

図2で示されている通り、1970年代以降に2度のレバレッジ削減期間がありました。1990年代初頭と、2008-2009年の世界金融危機(GFC)です²。両期間において物件の大幅な価格下落と延滞率、及びデフォルト率の悪化が引き起こされました。同時に、不動産資本市場(特にデット市場)において、重要な構造変化及びイノベーション局面を迎えました。GFC以降、2009年第1四半期から2012年第3四半期までの15四半期に渡ってレバレッジ削減の動きが継続し、商業用不動産デット市場の残高は凡そ9%縮小しました。一方で、2012年以降は米国景気史上最長の景気拡大期に入ったことを背景に、住宅ローン残高は年率6-7%の継続的な成長を続けました。コロナ禍の影響を受けたローン・オリジネーション活動の停滞から、2020年第3四半期の成長が緩やかに鈍化した一方、デット市場の残高は前年同期比で5.7%増加しました。

1. 出所: U.S. Federal Reserve, Trepp, LLC 2020年9月末現在
2. 1990年代初頭のレバレッジ削減期間は、ディストレスト商業資産およびマルチファミリー資産の大規模な清算を最終的に引き起こした貯蓄金融機関(S&L)の崩壊および銀行破綻の波に続きました。1991年半ばから1994年(14四半期)にかけて、商業用不動産の債務残高は12%近く縮小しました。

商業用不動産デット市場の継続的な成長は、GFC後の銀行／金融規制改革を受けた、デット資本市場の主な担い手の役割及びリスク性向における重要な変化を覆い隠しています。GFC以前においては、銀行貸し出しやCMBS組成がオリジネーション金額の多寡を左右しており、銀行も今と比べリスクがより高い案件に対しより高いレバレッジの下で貸し出しを行っていました。しかしながら、金融危機の最中、多くのデストレス案件への対応に苦慮した結果、銀行貸し出し及びCMBS組成に係る案件はGFC後のバーゼルⅢやドッド・フランク法といった規制によって精査基準が高められ、デット市場の景色が一変しました。CMBSにおいては、リスクリテンション・ルールによって危機前と比べて非常に低位の新規発行水準に落ち着きました。銀行においては、新たなリスクウェイトによる自己資本規制により、全体の貸し出しを減少させるのではなく、特にコンストラクション・ローンのようなリスクが高めの案件を敬遠し、コア案件に集中するようになりました。そのため、商業用不動産デット市場の規模は拡大を続ける一方、政府系機関／生命保険会社／プライベート・デット・ファンドといった、その他の資本市場の担い手の存在感が飛躍的に高まり、リスク許容度及び貸し出し規模の両面から、これまで銀行が担っていた役割を果たすようになりました。

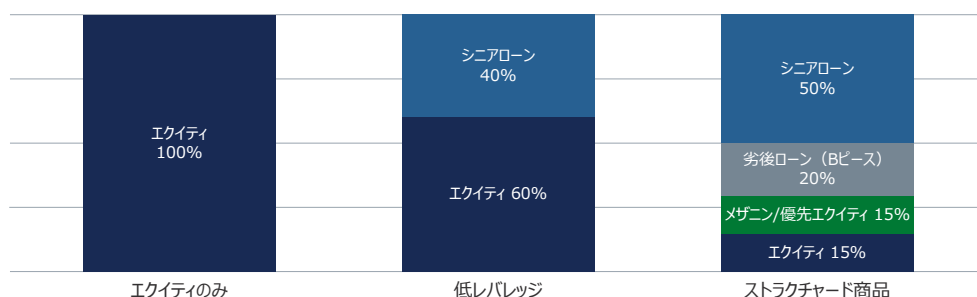
図3: 投資主体別不動産オリジネーション残高 (2001平均 = 100)



出所: Mortgage Bankers Association (MBA), BRE Research 2020年9月末現在

米国不動産デット市場の成長と発展は、広範な投資機会、及びリスク水準別の複数の案件タイプに跨る戦略を投資家に提供します。より高い視座から俯瞰した際、債券のようなキャッシュフロー特性と実物資産の担保特性は、商業用にせよ住宅用にせよ非常に理想的なファイナンス対象です。不動産の資本構成において、安全性の最も高いシニアローンから最もリスクが高く“ファーストロス”を迎えるエクイティのポジションまで、担保及びキャッシュフローに対する請求権の強さに差異がある優先劣後構造を有しています。メザンを含む商業用不動産デットは、実物資産担保及びエクイティポジションの劣後構造部分により、一定のダウンサイド・プロテクション効果を有しています(図4)。また、トランシェ構造による広範なリスクリターン特性と結びついています。過去2回のサイクルにおける不動産プライベート・デット投資ファンドの急増により、米国の投資家は流動性及びリスク許容度の違いから生じるトランシェ間のミスプライシングにアービトラージを適用すべく、異なる想定リスクリターン特性を有する資本構成全体を検討対象として、資金を振り分けることができます。

図4: 不動産資本構造のイメージ図

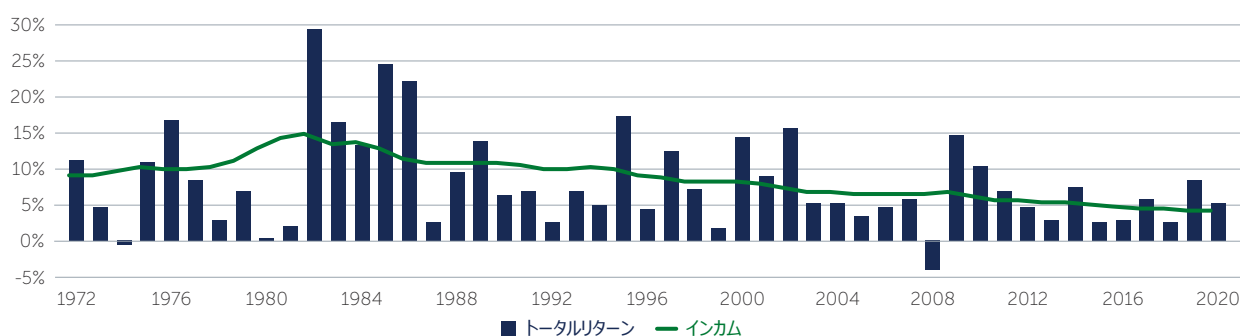


出所: BRE Research 注: 各資本構造のパーセンテージは変更される場合があります。

2. 安定的かつ魅力的な絶対リターン水準／リスク調整後リターン

プライベートの商業用不動産デット戦略に投資資金を振り分けるべき2つ目の理由は、パフォーマンスです。ノンコア/メザンローンに関連する市場のヒストリカル・パフォーマンスデータは限られていますが、シニアローンにおける十分なデータから商業用不動産デットのリスクリターン特性における、ファンダメンタルズの優位性を確認頂けると思います。以下の図5で示されている通り、商業用不動産のシニアローンへの投資は安定したインカム収入に支えられ、5%前後のトータルリターンを齎しています。1972年以来、商業用不動産のシニアローンのパフォーマンスを代表するGiliberto-Levyが算出するインデックスが、マイナスのトータルリターンを経験したのは過去2度（1974年と2008年）のみです。インカム収入はベース金利の低下傾向を受けて徐々に下がっていますが、過去20年間に渡るシニアローン（つまりプライベート商業用不動産デットにおける最もリスクの低い案件）のトータルリターンは投資適格社債に匹敵し、CMBSや米国国債を絶対リターンでみてアウトパフォーマンスしています。

図5: 商業用不動産のパフォーマンスの推移 (年別リターン)



出所: Giliberto-Levy, BRE Research 2020年9月末現在
過去の運用実績は将来の運用成果を予測するものではありません

また、商業用不動産の安定したインカム収入、及び大きな時価変動を経験しない四半期ベースのプライシングを反映した低位ボラティリティ、並びにポートフォリオ内案件の分散効果を背景に、プライベート不動産デットはヒストリカルで見たリスク調整後リターンの高さが際立っています。過去20年超の期間に渡り、プライベート不動産エクイティのみがプライベート商業用不動産デットよりも良好なリスク調整後リターンを示しています（図6）。一方、安定したインカム収入及び低位のボラティリティ特性は、リスク観点から見た際に機関投資家のポートフォリオにおける商業用不動産デットの潜在的なリターンの魅力度を高めるものと思料されます。商業用不動産デットは、非常に有効なダウンサイド・プロテクションと見做される実物資産担保による安全性により、その他の伝統的な債券代替資産と一線を画した商品属性を有しています。

図6: 資産クラス別リスク・リターン

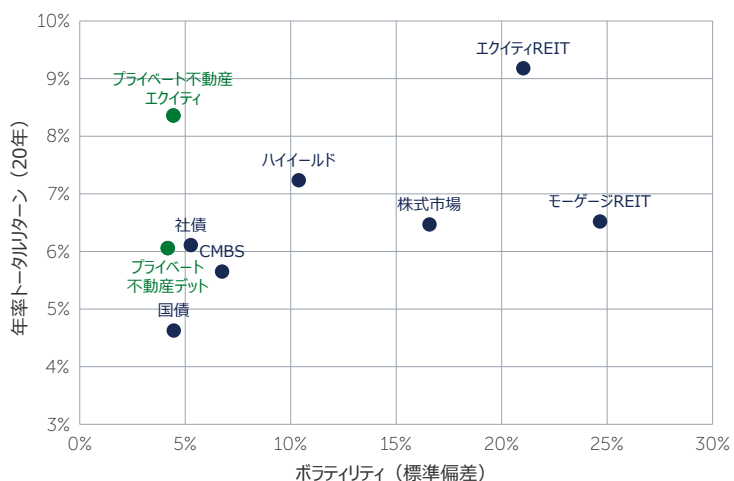
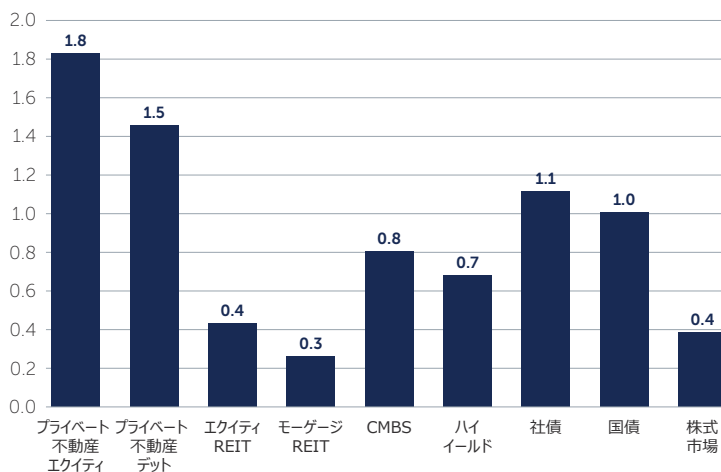


図7: 1リスク当たりのリターン*



出所: Barclays, Bloomberg, Giliberto-Levy, Moody's, NAREIT, NCREIF, S&P, BRE Research 2020年9月末現在
*リスク調整後リターン = トータルリターン / 標準偏差。過去の運用実績は将来の運用成果を予測するものではありません

3. 強力な分散効果

商業用不動産デットのリスク調整後リターンは、これまでの伝統的な資産クラスを支える第三の柱として、特にポートフォリオ分散効果という魅力に裏付けられています。歴史的に、トータルリターンにおける商業用不動産デットは、モーゲージ（ローン）／エクイティREIT並びに社債や国債、その他の多くの資産クラスとの間で低相関を示しています。やや意外なことですが、プライベート不動産エクイティとの長期の平均相関もまた、ゼロに近い水準にあります。これは、デットとエクイティの両不動産資産クラスへの投資が、ポートフォリオの一層のパフォーマンス向上に資すると明確に示しています（図8）。

図8: トータルリターンの相関 (2020年第4四半期-2020年第4四半期)

	Private RE Equity	Private RE Debt	Equity REITs	Mortgage REITs	CMBS	High Yield	Corp Bonds	Govt Bonds	Stocks
Private RE Equity	1.00								
Private RE Debt	0.08	1.00							
Equity REITs	0.24	0.31	1.00						
Mortgage REITs	-0.07	0.25	0.55	1.00					
CMBS	0.08	0.74	0.61	0.38	1.00				
High Yield	-0.07	0.25	0.65	0.52	0.63	1.00			
Corp Bonds	-0.21	0.47	0.41	0.55	0.65	0.51	1.00		
Govt Bonds	-0.07	0.34	-0.26	-0.17	0.07	-0.47	0.36	1.00	
Stocks	0.14	-0.07	0.68	0.48	0.32	0.74	0.25	-0.61	1.00

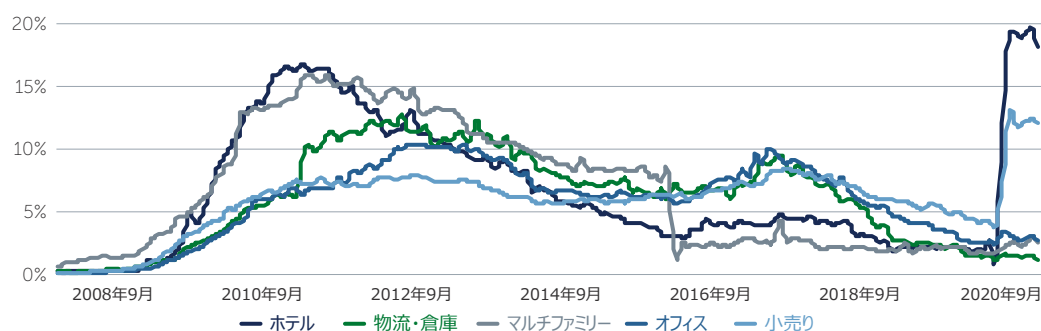
出所: Barclays, Bloomberg, Giliberto-Levy, Moody's, NAREIT, NCREIF, S&P, BRE Research
2020年9月末現在

四半期トータルリターンは以下に基づく: NCREIF Property Index, Giliberto-Levy Commercial Mortgage Index, NAREIT Equity REIT and Mortgage REIT indexes, Barclays bond indexes (Non-Agency CMBS, High Yield, U.S. Corp, U.S. Govt), S&P 500 Index

景気サイクルにおける米国不動産デット市場

今日の商業用不動産デット投資に係る最も重要な論点は、景気サイクル上のタイミング及びリテリティブバリュースに関連するものです。短期的な米国不動産市況の見通しとしては、困難な環境が継続すると見ています。投資家と実需の両面から生じる需要の高まりを受け、顕著に良好な環境下にある物流／倉庫セクターを除き、コロナ禍による混乱は商業用から住居に至る、多くのセクターにおける需要に影響を与えました。最も甚大な影響を受けたのはホテル及び小売りセクターであり、旅行の制限やソーシャルディスタンスの実施によって、ホテルルームに対する需要及び来店型の小売店の多くが減少しました。CMBSの裏付けとなるホテルや小売店のローン支払いの延滞率は、2020年第1四半期以降急激に上昇しました。一方、その他の主要な物件タイプにおいては、延滞率の上昇は小幅なもの、若しくは全く確認されませんでした（図9）。

図9: セクター別CMBS延滞率



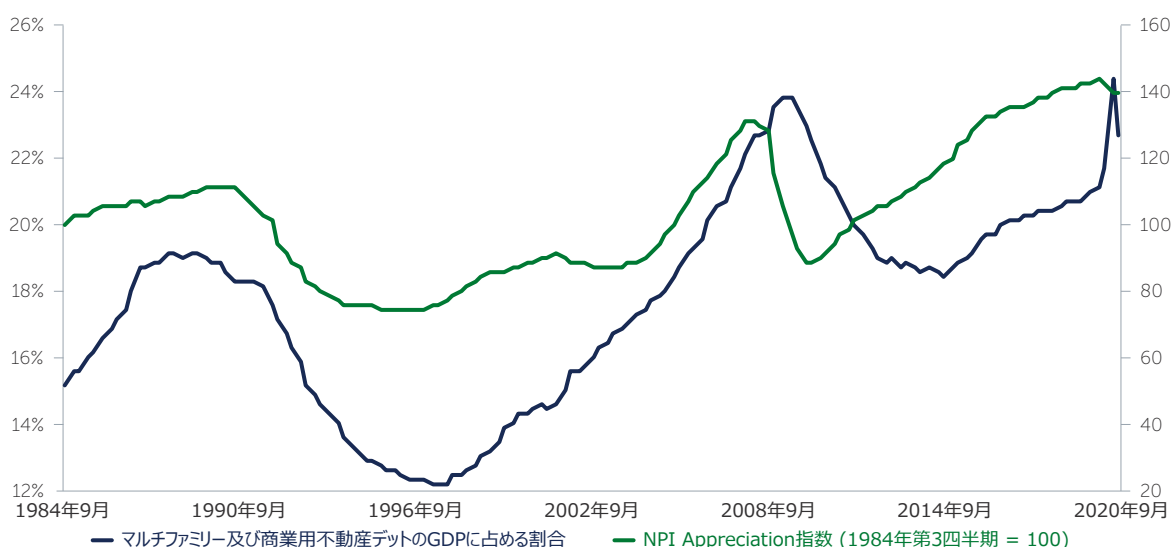
出所: Moody's, BRE Research 2020年9月末現在

今日の市場環境と過去の景気後退期の違い

1990年代初頭やGFC後に生じた、痛みを伴うレバレッジ解消が連鎖するリスクが低減されたという点において、不動産市場におけるディストレス資産の増加が見られなかったことは注目に値すると思料されます。以下に示すように、両期間において商業用不動産デットのGDPに占める比率が景気サイクル上のピーク地点まで上昇し、その後数年に渡って物件価格の下落を伴いながら急激な比率の低下を経験しました。商業用不動産デット市場の足許の状態は、金融危機によって引き起こされたこれら2つの期間とは完全に異なるものであると考えます。最も明確な事実として、足許の市場環境下において、金融市場は再構築を必要としていません。それどころか、銀行システムにおける資金調達を着実になされ、主要な株式及び債券インデックスはコロナ禍前と同等もしくはそれ以上の水準に達しており、不動産エクスポージャー削減（物件の売却）という、ポートフォリオレベルでの資産アロケーション上のプレッシャーも殆ど見られません。

また、コロナ禍が発生した時点の不動産市場におけるレバレッジ水準は、GFCの期間と比較して非常に低い水準に留まっています。これまでの景気サイクルにおいて、物件価格³がGFCの損失水準から完全に回復した一方、GDPに占める商業用不動産デット残高の比率はGFC以降、低位安定しています。2020年第1四半期及び第2四半期におけるGDP縮小に伴い、GDP対比のデット残高比率が3%程急上昇した時まで、比較的安定した状態が継続されていました。この比率は2020年第2四半期をピークに減少し、既に半分以上の水準に戻っており、経済活動の回復に合わせてコロナ禍前の水準（22%以下程度）まで落ちついていくものと思料されます。

図10: マルチファミリー及び商業用不動産デット (% 対GDP) vs. 商業用不動産指数



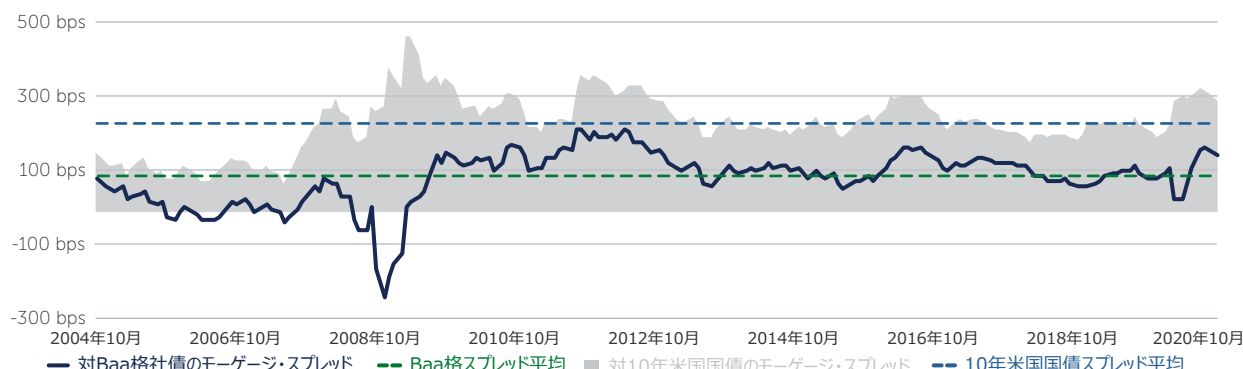
出所: U.S. Federal Reserve, Bureau of Economic Analysis (BEA), BRE Research 2020年9月末現在

企業不動産のインカム利回りは、低金利環境下で輝きを増す

コロナ禍による需要の急減及び経済活動の低迷は、物件のキャッシュフロー上の短期的なリスクを明らかに高めた一方、特に長期的に見た際に安定かつ予見可能なキャッシュフローを生み出す資産に対する、資本市場の手厚いサポートが継続することを示しました。商業用不動産のインカム利回り及びスプレッド水準は、足許の低金利環境の中において相対的な魅力度を高めており、このような環境は少なくとも今後数年に渡って継続するものと思料されます。コロナ禍による最初の市場変動が起きた2020年の3月以降、米国連邦準備銀行による度重なる金融緩和策を受け、社債利回りは全ての格付けを通して歴史的な低水準にまで低下し、世界中の17兆米ドル以上の国債及び社債がマイナス金利水準で取引されています。物流や住宅といった、デット投資資金が最も集まりやすいセクターにおいてローン金利の低下が見られています。一方、全体的な不動産ローンのスプレッドは拡大しており、長期平均を十分に上回る水準にあります（図11）。

3. 機関投資家保有比率の高い安定的なインカム収入を企図する商業用不動産のパフォーマンス測定に係る、代表的なベンチマークであるNPI (NCREIF Property Index) において算定された物件価格
4. Bloomberg Barclays Global Aggregate Negative Yielding Debt 2020年12月末現在

図11: 商業用不動産スプレッド vs 国債および社債



出所: Moody's Analytics, Real Capital Analytics (RCA), BRE Research 2020年10月末現在

スプレッドの拡大は、コロナ禍の不透明感を受けた資本市場における追加的なリスクプレミアム、及び前述のような市場構造の変化を反映しているものと見られます。しかしながら、GFCの時と違うことは、流動性の欠如に対する追加スプレッドは反映されていないということです。2020年第1四半期以降、銀行は貸し出し基準を劇的に引き締めましたが、デット資本市場は多くの商業用不動産及び住宅ローン市場に対して継続的に流動性の供給を可能にしています。銀行はオフィス案件に対して非常に選別的なスタンスをとっており、小売りやホテルといったセクターに対する貸し出し意欲は極めて限定的です。一方、良好なキャッシュフローが見込まれ、信用力がある案件で、リース契約が長めの物流や集合住宅セクターの投資機会に対しては積極的な姿勢をとっています。

ワクチンの普及と経済活動の再開によって、物件需要の高まり及びキャッシュフローの改善が表面化していく中、今後3-4四半期にかけて市場の不透明感に対する価格のプレミアムは縮小していくものと考えます。一方、デットサイドにおける需給バランスはレンダーにとって良好な環境が継続すると思料され、投資家は今後数年に渡って資金の投入機会を窺っていくことを想定しています。MBA（米国抵当銀行協会）によると、不動産ローンの2020年における発行規模は、2019年に6,010億米ドルのピークを付けた後、30%以上の減少に転じ4,000億米ドル弱となりました。図12にあるように、2021年においても非常に小幅な回復に留まる想定です⁵。GSE（政府援助法人）における全体の貸し出し余力を200億米ドル減少（12.5%の減少）させ、アフーダブル住宅の計画に対する貸し出しを増やそうとする、FHFA（連邦住宅金融局）による直近の決定は、MBAの2021年の想定値の達成をより困難なものとしています⁶。満期を迎える不動産ローンの規模が2021年に想定される新規ローン規模を上回る予測もあり、その際には2024年にかけて次の規模のピークを迎えるものと思料されます。不動産市場における物件価格の安定性及び景気サイクル上の回復局面への移行タイミング（図13）⁷において予期されるファンディング・ギャップは、魅力的な利回りを有した広範な貸し出し機会を齎すものと考えます。

図12: 商業用およびマルチファミリー不動産の年別オリジネーション (10億米ドル)

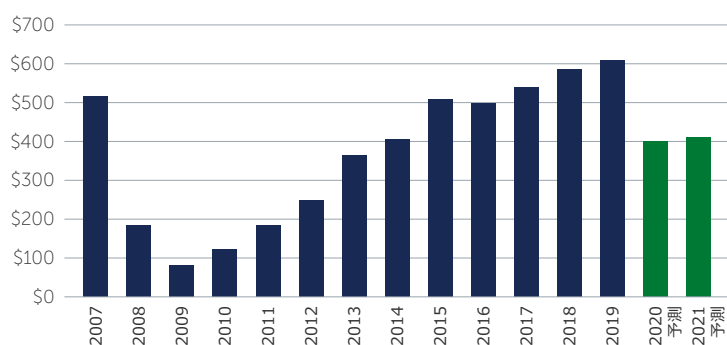
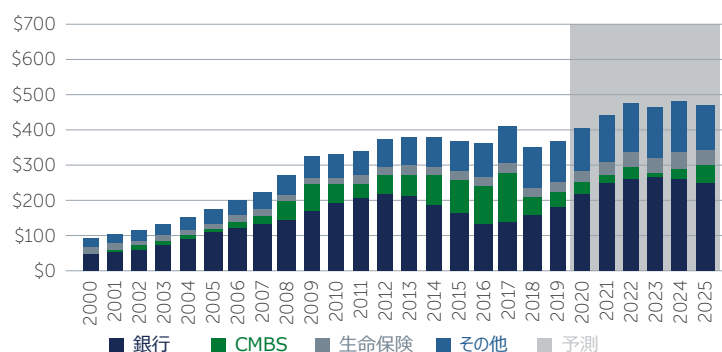


図13: 商業用不動産の満期 (10億米ドル)



出所: Barclays, Bloomberg, Giliberto-Levy, Moody's, NAREIT, NCREIF, S&P, BRE Research 2020年9月末現在

5. Mortgage Bankers Association 2020年11月5日現在
6. FHFAによると、ファニーメイとフレディマックの貸付上限は2020年の800億米ドルから2021年には700億米ドルに縮小される予定 (Federal Housing Finance Agency, 2020年11月17日現在)
7. Trepp, LLC

リスク調整後リターン観点における良好な投資機会

シニアローンのようなリスクの低い案件において、物件取得に係る融資への需要の回復はまだ道半ばである一方、足許の低金利は、借り換え案件及び抵当のついていないインカムを生み出す案件への新規貸し出し需要を高めるものと考えます。長期リース契約及び信用力のあるテナントを有する案件への貸し出しにおいて競争の激化が見られ、このような案件の期待リターン及び案件スプレッドの低下要因となることは否めません。一方、債券利回りが歴史的な水準に落ち込む中、リターン及びスプレッド目線、特にリスク調整後リターンにおける相対的な魅力度は引き続き高いものと思料されます。ほとんどの場合において、キャッシュフロー及びアンダーライニングの担保資産価値は、景気サイクル上の回復の中で飛躍的に向上すると考えます。

より高いリターンを求める投資家及びレンダーにとって、ここ一年で経験した突然かつ一般的ではない不動産サイクルの終焉も、コロナ禍において市場に出てきた案件や収益安定化を見込んだ、資本再構築を図る「コア化」案件への融資という投資機会の拡張に資するものであったと思料されます。小売りを除く多くのセクターにおいて、2020年初頭時点で新規供給サイクル上のピーク若しくはピーク付近にあり、多くの市場における完工案件数は継続的に高水準にありました。コロナ禍を受けた混乱により、多くのプロジェクトが今後数年の間に借り換えを求めるものと思料されます。コア化案件の投資機会におけるスプレッド水準は、非常に広範なばらつきを有すると想定される一方、キャッシュフローレベルを含むリターンは、債務元利払い/LTV比率/DSCRをカバーするに十分な水準であると思われれます。

最後に、リスク水準の高い案件において、資本再構築を必要とするディストレスト案件の投資機会に加え、足許の市場の混乱と商業用不動産デットの資本市場におけるリスク許容度の低下は、コンストラクション・ローンにおけるスプレッド水準を大きく拡大させる要因となっています。前述の通り、規制の変更が銀行のコンストラクション・ローンに対する貸し出しキャパシティ及び意欲を大きく削いでおり、ここ数年の不動産サイクルの中で銀行不在によるギャップを埋めていた多くのデットファンドは、着実に機会を捉えています。Real Capital Analytics社（RCA）によると、前回の不動産サイクルにおける直近数年の中で、デットファンドのコンストラクション・ローンへの投資は急速に拡大しており、2016年時点の8%から2019年末には19%と倍増しています。より高いリターンを狙う投資家にとって、コンストラクション・ローンに対する銀行の限定的な融資姿勢は、デットファンドにとってより選択的かつ規律あるタームや構造を有する案件への投資機会の獲得が可能になることを意味します。

“リターン水準に渴望する成熟した投資環境の中、商業用不動産デットは継続して機関投資家の資金を引き寄せていくものと思われれます。”

締めくくり

米国の商業用不動産デット市場は巨大かつ成熟した市場であり、競争力のあるリスク調整後リターン/安定的な利回り/実物資産担保によるダウンサイドプロテクションを求める投資家に、広範なリスク許容度の投資機会を提供します。米国不動産市場は短期的には困難な状況が続くと思料されますが、分散されたポートフォリオを有する商業用不動産デットは、戦略的にも景気循環上の観点からみても優位な資産クラスであることは事実です。GFCの時とは異なり、足許の市場環境においてレバレッジ解消や資産の投げ売りが生じるようなプレッシャーはほとんど見受けられません。このことが、資産価格の暴落や不動産ローンの支払い延滞、デフォルト発生の波及に係るリスクを軽減しています。経済は2021年の前半から回復局面に入っていくものと想定しており、テナント需要及び取引ボリュームは2022年に回復が始まっていくと思料されます。相対的に魅力ある利回り、及び不動産デット市場における需給面でのギャップは、今後数年は継続していく見込みが高いです。商業用不動産デットへの投資エクスポージャー拡大を求める投資家にとって、不動産案件価格と賃料収入の回復によって、良好なスプレッド水準における広範な投資機会への資金配分が可能だと考えます。長期的な目線においても、リターン水準に渴望する成熟した投資環境の中、商業用不動産デットは継続して機関投資家の資金を引き寄せていくものと思われれます。

Barings is a \$345 billion global investment manager sourcing differentiated opportunities and building long-term portfolios across public and private fixed income, real estate and specialist equity markets. With investment professionals based in North America, Europe and Asia Pacific, the firm, a subsidiary of MassMutual, aims to serve its clients, communities and employees, and is committed to sustainable practices and responsible investment.*

IMPORTANT INFORMATION

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 by Barings or any other person. **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.

Barings is the brand name for the worldwide asset management and associated businesses of Barings LLC and its global affiliates. Barings Securities LLC, Barings (U.K.) Limited, Barings Global Advisers Limited, Barings Australia Pty Ltd, Barings Japan Limited, 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").

NO OFFER: The document is for informational purposes only and is not an offer or 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.

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.

Any service, security, investment or product outlined in this document may not be suitable for a prospective investor or available in their jurisdiction.

Copyright and Trademark

Copyright © 2021 Barings. Information in this document may be used for your own personal use, but may not be altered, reproduced or distributed without Barings' consent.

The BARINGS name and logo design are trademarks of Barings and are registered in U.S. Patent and Trademark Office and in other countries around the world. All rights are reserved.

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。 Complied (東京):2021年3月11日 M20211Q40

LEARN MORE AT [BARINGS.COM](https://www.barings.com)

*As of December 31, 2020

21-1496709