

BARINGS

不動産はインフレーション・ヘッジに 有効か？

欧州不動産四半期リサーチ



2021年8月

21-1734188

要旨

経済

- GDPの回復は、ロックダウン期間中に蓄積された貯蓄の取り崩し、公共部門の投資、および輸出見通しの改善に支えられています。
- インフレ率の上昇は一時的なもので、経済の過熱ではなく再稼働を反映しています。
- 欧州では、米国に比較して経済や労働市場の低迷が続いています。

不動産市場

- 2021年1-3月期の商業用不動産投資は、前年同期比で3分の1減少しましたが、速報値は4-6月期の回復を示唆しています。
- リテールへの投資は引き続き減少しており、オフィスへの資金流入も弱く、投資家は引き続き集合住宅や物流に軸足を移しています。
- 欧州は、昨年調達された不動産資本の最大の投入先でした。
- オフィス入居者は現在、投資家よりも当セクターを楽観視しています。当社では引き続き、入居者が必要とするスペースは縮小する一方で、要求する品質ははるかに高いものになると想定しています。
- 人口動態、技術革新、ESGなどの長期的なセクターの構造的トレンドは、長期的なインカム成長、ひいては資金フローとプライシングの鍵となります。

スペシャル・トピック

- インフレからの長期的な遮断を求める投資家は、社会の変化に合わせてポートフォリオの構成を調整する必要があります。

経済見通し

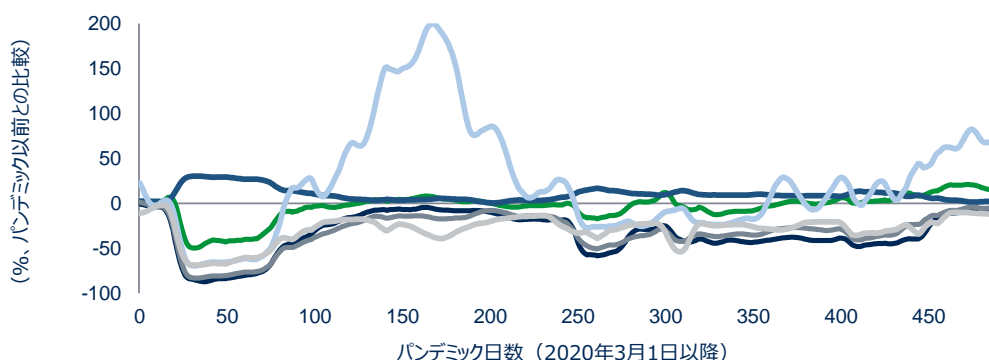
6月のIHS Markitユーロ圏PMI®総合出力指数は59.5となり、5月の57.1から上昇しました。これは、2006年6月以来、最速の景気拡大を示しています。製造業は引き続き堅調で、サービス業もホスピタリティや観光業が活気を取り戻しつつあるなど好調です。欧州企業の新規受注および雇用に関する期待値は、現在21年ぶりの高水準となっています。パンデミックを脱した後も、医療面での後退のリスクは常に残っていますが、企業の楽観的な見方は、今年の残りの期間と2022年に向けた回復の持続性にとって良い兆候です。

オックスフォード・エコノミクスは、ユーロ圏のGDP成長率の見通しを、2021年は年率4.3%、2022年は年率4.6%に上方修正しました。これらの上方修正は、足元の堅調なPMI、GoogleやAppleのモビリティデータ（例：下記のフランスを参照）、およびその他調査データの上昇を反映しています。オックスフォード・エコノミクスは、ユーロ圏のGDPが2022年初頭に危機以前の水準まで回復すると予想しています。これは、ロックダウン期間中に蓄積された貯蓄の消費、投資やインフラ支出に対する公的支援（例えば、2兆ユーロを超えるEU復興基金は、より環境に優しく、よりデジタルで、より回復力のある欧州を構築することを目的としています）、そして貿易圏の輸出における明るい見通しに支えられています。

世界的なパンデミックの解決策がこれほど早く見つかったというのはいまだに信じがたいことですが、ワクチン接種のペースや、より脆弱なビジネス分野（例：観光業）へのエクスポージャー、デジタル対応（例：在宅勤務能力/Eコマースの成熟度）などの国ごとの違いにより、回復は広範囲に及ぶものの、完全に同期したものではない可能性があります。これは、経済活動がパンデミック以前の通常の水準に戻るタイミングという観点で見ると、特に当てはまりません。入居者市場や賃料の成長見通しにとってより重要なのは、基準ベースが異常に低いことから数値的に強いものとなったGDP成長率よりもむしろ、このような経済的緩み（スラック）が解消されることです。

欧州の中期的な回復は、雇用保護や一時帰休制度が解除され始めた後の労働市場へのダメージが未知数であることにも左右されます。したがって、欧州では、米国のように労働力不足が短期的に懸念されることはないと思われます。欧州の雇用市場は緩やかに回復する可能性が高いため、構造的な人手不足が賃金上昇圧力をもたらし、インフレ圧力が長期化する可能性は低いと考えられます。

モビリティデータ：フランス



出所: Google 2021年7月現在

経済見通し

経済の早期再開はポジティブサプライズでしたが、同時に意図しない経済的混乱をもたらしました。輸送およびその他のサプライチェーンへの圧力により、世界のコモディティ市場および投入生産者価格は高騰し、特に建設資材の価格は緩やかではあるものの依然として高く、開発コストに悪影響を与えています。インフレ率の上昇は、過熱した経済が最大速度に達したのではなく、休眠状態であった経済が不意に覚醒したことを反映しています。

インフレは明らかに一過性のものであるにもかかわらず、米連邦準備制度理事会（FRB）の最近の「タカ派」発言によって市場の不安が高まっていると見ています。2023年のFRBの金利シグナルは賢明なものであり、もし、それ以降の引上げ予想であったなら、それは回復がすでに困難な状況であることを示すものだったでしょう。FRBはすべての金利の世界的な基準となっていますが、米国の金融支援が早期に打ち切られることで遅れを取っている欧州の一部に打撃を与える場合、欧州中央銀行も周縁国の債券利回りが急上昇する可能性を警戒しています。

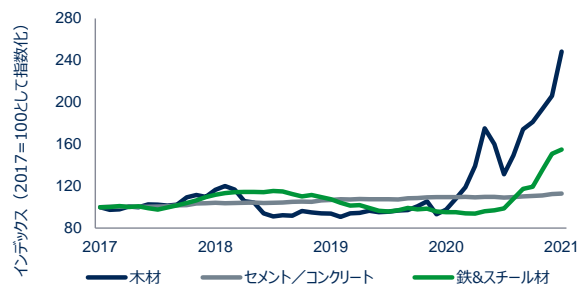
GDP予測（%、年率）

経済活動（%、年率）

国	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2021-2025
フランス	-8.0%	5.1%	4.7%	2.4%	1.7%	1.5%	3.1%
ドイツ	-5.1%	3.7%	4.4%	1.6%	1.0%	0.8%	2.3%
イタリア	-8.9%	5.0%	4.7%	2.1%	0.9%	0.4%	2.6%
オランダ	-3.7%	2.9%	3.3%	2.0%	1.2%	1.1%	2.1%
スペイン	-10.8%	6.5%	6.1%	2.6%	1.9%	1.6%	3.7%
スウェーデン	-2.9%	4.4%	2.7%	2.1%	1.8%	1.7%	2.5%
英国	-9.8%	7.7%	6.2%	2.1%	1.5%	1.5%	3.8%

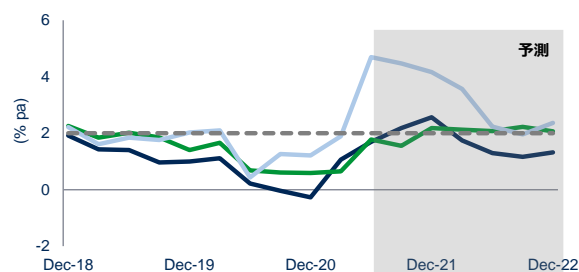
出所: Oxford Economics 2021年7月現在

コモディティ価格: 建設資材



出所: US FRED 2021年7月現在

消費者価格インフレーション



出所: Oxford Economics 2021年7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、2021年1-3月期の欧州の投資総額は533億ユーロでした。これは、前年同期比で3分の1減少しています。一部のマイナーな市場（デンマークやアイルランドなど）を除いて、1-3月期の案件フローは全体的に低調でした。しかし、CBREの速報値では、透明性の高い英国を筆頭に、4-6月期のデータの回復がすでに始まっていることを示唆しています。

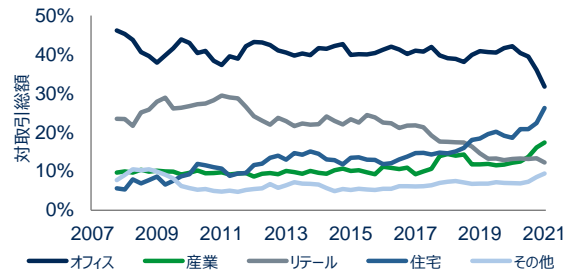
2021年1-3月期までのRCA投資データによると、リテールへの投資は引き続き減少し、過去最低の水準（案件の12%）となっており、オフィスへの資金流入も弱まっています（通常、案件の40%程度が30%）。代わりに、投資家は住宅（26%）と物流（17%）に軸足を移し続けています。

相対的な欧州REITセクターの価格設定は現在、長期的なセクターの傾向を反映しています。物流や住宅、（両方に関連する）セルフストレージが最も好調である一方、ホテルやリテール・セクターにはかなりの逆風となっています。オフィス・セクターに対する上場市場のコンセンサスは、現在のところ中立です。おそらくこれは、建物の品質によって見通しが大きく二分されることを反映しているのでしょう（「オフィス・セクター」の項を参照）。

地域の不動産市場の供給側の特性（計画・許認可プロセス、競合する土地利用、人口密度、地形、開発資金の利用可能性やコストなど）に左右されますが、これらの構造的な傾向は、長期的な不動産から得られるインカムの成長の主要な原動力となります（「スペシャル・トピック」のセクションを参照）。したがって、投資家の資金フローや価格の見通しは、市場レベルでも資産レベルでも、これらの傾向に大きく依存しています。

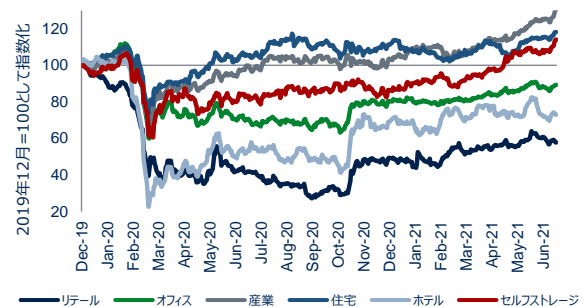
「INREV投資家意向調査2021」によると、2020年中に欧州の非上場不動産ファンドに510億ユーロが配分されました。これは、2019年に調達された730億ユーロを下回っていますが、欧州は世界の総調達額の41%を占め、最大の資本投入先となっています。本調査の開始以来初めて、保険会社が欧州不動産に対する最大の資本源（37%）となりました。年金基金の欧州への配分は徐々に減少し続けており、2015年の50%から昨年は調達資本の30%を下回りました。本調査では、欧州域内の資本源（67%）が依然として圧倒的に多く、投資ピークルのタイプとしてはファンドが依然として圧倒的に多くなっています（39%）。

欧州商業用不動産投資総額



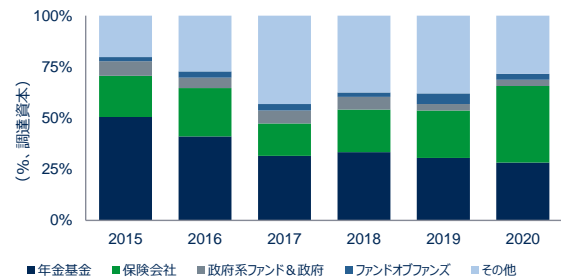
出所: RCA 2021年5月現在

欧州REIT：上場株価



出所: Bloomberg 2021年7月8日現在

欧州：不動産調達資本



出所: INREV 2021年4月現在

不動産市場

オフィス・セクター

欧州の空室率は、2021年1-3月期までに約6%から約7.5%に上昇しました。新規貸付面積（テイクアップ）は、同期間における既存物件の3%に相当し、近年の年5%程度から低下しています。モビリティデータは、実際の稼働率はこの驚くべき耐性を見せる賃貸市場統計が示唆するレベルのほんの一部であったことを証明しています。しかし、これまでのところ、プライムオフィスの賃料はわずかに軟化しているに過ぎません（2021年3月まで年率1%の低下）。

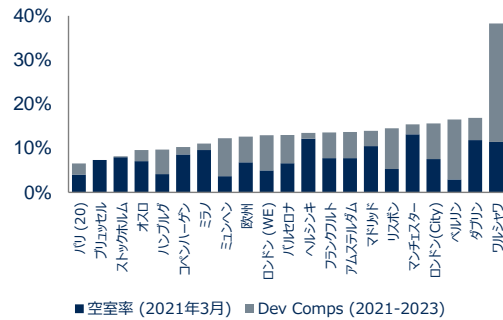
大規模な在宅勤務やビデオ会議が成功したにもかかわらず、一元化された高品質のオフィスビルを介した対面式コンタクトの利点は、着実に再確立されています。2021年3月に行われたKPMGのCEO調査では、昨年8月には70%近くあったオフィスの縮小を予想する企業が20%以下になるなど、大きな意識の変化が見られたのもそのためと考えられます。

当社は引き続き、パンデミック後の入居者には「質への逃避」が見られ、テナントはより小規模ではあるものの、より質の高いビルを求めると想定しています。これは、長引くウイルスへの懸念、「オフィス勤務」でのコラボレーションやミーティングを最大限に活用した生産性の向上、そして最も重要なのは、企業がESGの「E」（環境）を重視する傾向にあることによるものです。最新のオフィススペースだけが、はるかに厳しい入居者の3つのニーズに対応できる柔軟性と環境性を備えています。

欧州のほとんどの都市では、高品質の近代的なスペースが既に慢性的に不足しており、築10年以下の在庫は平均でわずか15%です。ミラノ、マドリッド、アムステルダム、コペンハーゲン、ヘルシンキが最も深刻な供給不足に陥っていますが、この問題は広範囲にわたっています。最高の品質と持続可能性を備えたオフィスビルの中期的なインカム成長の見込みは、パンデミックによって低下するどころか、むしろ上昇しています。

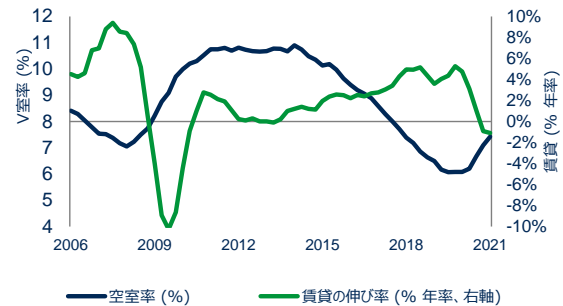
最近の生産者価格および投入価格の高騰には、建設資材も含まれています。製材所や製鋼所の生産能力が回復すれば、コスト上昇や資材不足は来年には緩和されるでしょう。受注残があるため、価格の緩和は一部に限定されます。つまり、開発コストの上昇や建設開始の遅れは、最新の「最高仕様」のスペースの不足をさらに悪化させることになるでしょう。

欧州オフィス：空室率および開発竣工見込み



出所: Cushman & Wakefield 2021年5月現在

欧州オフィスの空室率および賃貸の伸び率



出所: Cushman & Wakefield 2021年5月現在

不動産市場

リテール・セクター

2020年の大半の期間、家計の消費はオンラインに移行し、食品やその他の日用品にシフトしました。ワクチン接種が本格化したことで、今年に入って欧州の実店舗が再開されました。ロックダウン期間中に蓄積された貯蓄と、消費に対する大幅なペントアップ需要により、家計消費は現在、裁量的な商品やサービス（例えば、衣類、靴、健康、レストラン、旅行、観光など）に集中すると予想されます。

消費者信頼感、2021年6月までほとんどの地域で平均を上回っています。欧州の経済規模が大きい国の中では、オランダ、英国、イタリアの消費者信頼感が最も高く、家計が財布の紐を緩める傾向にあると考えられます。

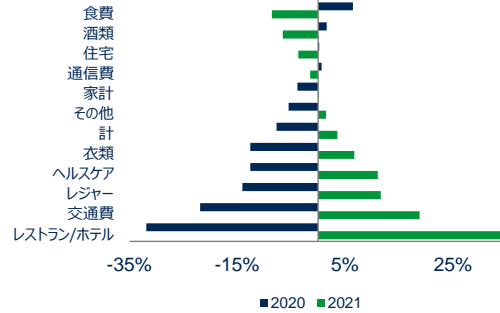
奇跡的かつ迅速なワクチン展開にもかかわらず、パンデミックの出口における感染の波は回避できていません。撤退のリスクや打撃を受けた事業者の救済についての論調はよりポジティブなものとなる可能性が高く、今や新規感染者数と死者数との間に関連はないという事実に焦点があたると思われます。

リテール不動産は、オンライン小売への移行に伴い、長期的な構造変化の最中にあります。イギリスでは非常に進んでいますが、スペインやイタリアでは始まったばかりです。オンライン化のペースは、パンデミックにより加速しています。この夏の店舗再開でいくらか後退するでしょうが、段階的な変化が起きており、この長期的なトレンドは欧州全体で10年以上続くと考えています。

人間社会は人と人との交流の上に成り立っているため、実店舗の小売には将来性があります。しかし、現在のところ、比較商品を扱う小売の銘柄選択リスクは依然として高く、当リテール・セクターは主にオポチュニスティック投資家のものとなっています。

食料品小売業は、オンラインの成長に対して抵抗力があるものの、影響がないわけではありません。低マージンと高額な配送コストは、高い配送料を吸収できる富裕層ではなく、事業者の利益にとって、特にマスマーケットの食品を扱う場合に依然として課題となります。ロボットピッカーはこの問題を部分的に解決しますが、現実世界での自動運転車による配送の実現可能性は、技術そのものよりもはるかに遠い状況です。

ドイツ家計消費(%、年率)



出所: Oxford Economics 2021年7月現在

英国オンライン小売



出所: Office For National Statistics 2021年6月現在

不動産市場

産業セクター

パンデミックとそれに伴うロックダウンは、前例のない経済収縮にもかかわらず、Eコマースの導入と物流業者の需要を加速させました。Eコマースの導入（消費者と小売業者の両方から）の成熟度は欧州全体で大きく異なっており、この長期的なトレンドは10年、あるいはそれ以上続く可能性があり、今後数年間はテナントの配送スペースに対する需要を支えることになるでしょう。

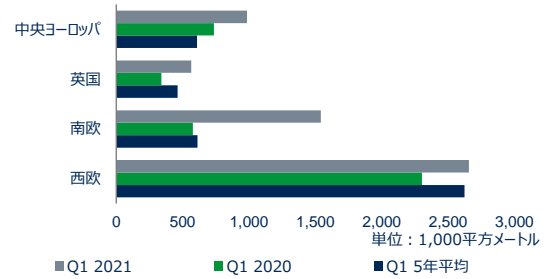
JLLの報告によると、2021年1-3月期の新規貸付面積は過去最高を記録し、5年間の1-3月期の平均値を30%上回りました。ドイツ、スペイン、ポーランドをはじめとする多くの市場で、四半期の新規貸付面積の記録を更新しました。eフルフィルメント（Eコマースに関連する物流サービス）を目的として使用されるスペースの割合は引き続き増加しており、2021年1-3月期の新規貸付面積の22%を占めています（過去5年間の14%から上昇）。

旺盛な需要を背景に、空きスペースは逼迫しています。JLLによると、全体の空室率は13四半期連続で5%を下回っており、ほとんどの市場で供給バランスが崩れています。BNPパリバ不動産によると、オランダでは、主要な物流ハブ拠点での空室率が特に低いため、入居者の需要は必然的に非伝統的で確立されていないセカンダリの物流市場に追いやられています。

開発はビルド・トゥ・スーツ型（入居テナントの個別要望に沿った開発）に偏っており、スペースの逼迫を大幅に緩和するには至っていません。しかし、イタリア、オランダ、英国では投機的開発の増加が見られました（2020年1-3月期比）。

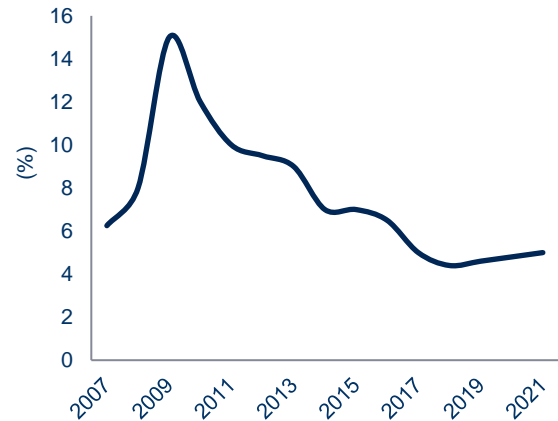
供給に対する需要の超過が賃料の伸びを促進しており、物流賃料の前年比の平均伸び率は年率3.2%と2018年以来の高水準となっています。成長に関する良好な状況は、持続的な入居者需要により継続すると考えられ、開発は増加しているものの、タイトな空室率を緩和するには依然として不十分です。

欧州物流新規貸付面積（テイクアップ）



出所: JLL 2021年5月現在

欧州物流空室率



出所: JLL 2021年5月現在

不動産市場

住宅セクター

OECDによると、2021年1-3月期に欧州の平均住宅価格は1.8%上昇しました。これにより、住宅価格の年間インフレ率は2007年3月以来で最速の年率6%に達しました。

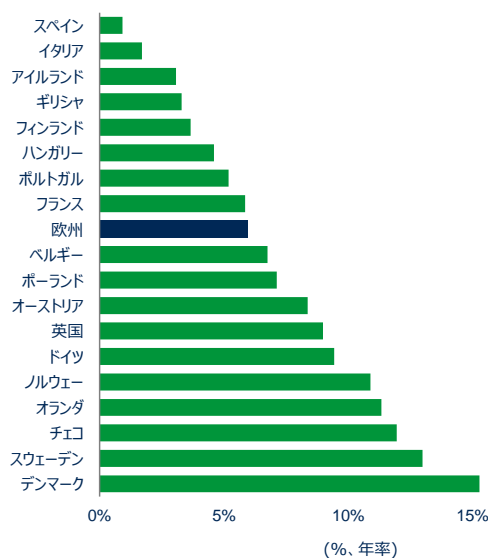
デンマーク、スウェーデン、チェコ共和国、オランダ、ノルウェーでは、住宅価格は2桁の上昇となり、年間で10~15%上昇しました。一方、イタリアとスペインでは市場環境が著しく冷え込んでおり、価格上昇率は年間で1~2%程度でした。

前例のないパンデミックによる経済収縮により、政府は雇用保護制度、譲渡税の一時的な廃止、住宅ローンの支払い猶予などの政策を通じて家計を支援し、上述のような住宅価格の上昇をもたらしました。パンデミックの終息リスクは依然として残っており、事業が完全に再開されるまで、欧州の労働市場へのダメージは未知数です。

RE/MAXヨーロッパに代わってMaru/Blueが実施した調査によると、欧州人の30~40%が最近（または現在）転居を検討しており、約60%が住宅市場の継続的な強さに自信を持っています。報告書によると、より「居住性」（手頃な価格、および、緑地や地元の店、学校、公共交通機関などの設備への近さなど）を求める傾向が強く、さらに在宅勤務に対応できるより広い物件を求める傾向にあります。

民間賃貸セクター（PRS）やビルド・トゥ・レント（BTR）への投資は、人口動態による需要が地域の建設能力を常に上回っている場所に焦点を当てる必要があります。さらに、地域の住宅価格家賃比率（HPR）が、一次取得者の住宅ローンの典型的な期間である25倍を超える傾向にある場合、賃貸を継続する経済的なインセンティブも高くなるはず（スウェーデン、ドイツ、ノルウェー、英国など）。

欧州住宅価格（2021年第1四半期）



出所: MSCI 2021年4月現在

スペシャル・トピック

不動産はインフレ・ヘッジか？

コモディティ価格の高騰は一過性のものであり、ユーロ圏の労働市場は依然として脆弱であるため、最近のインフレ圧力は収まると予想しています。一方、よりタカ派な人々は、中央銀行がインフレ目標を緩めることに不安を感じ、インフレに対するヘッジを提供する投資を探しています。

欧州のインフレ率



出所: MSCI, Oxford Economics 2021年7月現在

金は古典的なヘッジ手段としてよく引き合いに出されますが、その理論的根拠は、危機的状況や低インフレ時の「安全な逃避先」としてではないでしょうか。指数連動国債は完璧なインフレヘッジですが、価格が高く、市場は比較的小規模です。株式では、投資家は、収益とコストがインフレに連動している個別企業（潜在的にはREIT）や、コモディティ生産企業（エネルギーや金属の生産）の選択が可能です。不動産については、CPIと不動産賃貸料の伸びの間に識別可能な相関関係はありません。

英国不動産賃貸料とCPIの相関 (2011-2021)

%、年率	リテール	オフィス	産業	その他	総合
相関	0.17	-0.62	-0.31	0.19	-0.20

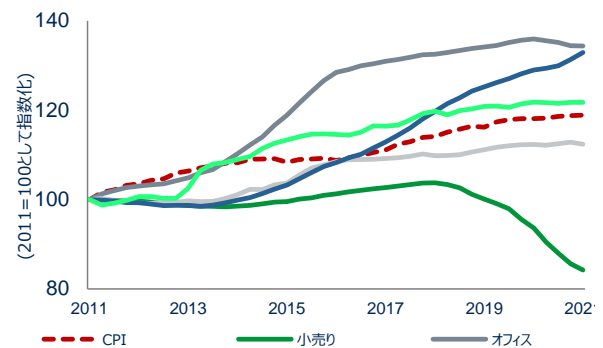
出所: MSCI, Oxford Economics 2021年7月現在

不動産は、米国物価連動国債（TIPS）や英国物価連動国債のような金融商品のように、本当の意味での「ヘッジ」ではありません。しかし、直感的には、不動産賃料と一般物価のインフレには長期的な関連性があるはずで、言い換えれば、直接所有するか、あるいはプールされた私募不動産ファンドや上場REITを介して間接的にアクセスすることで、不動産の賃貸料収入および価格は、長期的

には経済活動、ひいては一般物価とともに上昇する傾向にあるはずで、つまり、不動産は長期的には物価上昇から遮断されるものの、短期的なヘッジにはなりません。

長期にわたる不動産への投資は、通常、真のコア投資家の領域です。彼らの戦略は主に、構造的なトレンドが最も有利な場所や不動産セクターの資産を選択することです。これらの長期的なトレンドの本質は、主に人口動態、テクノロジー、ESGです。これらが逆風ではなく追い風である場合に、長期的なインカム成長が最も期待できるため、インフレから保護される範囲も同様に異なります。このような傾向は、パンデミック以前から、不動産賃貸料の成長率データに現れていました。

MSCI英国不動産賃貸料とCPI



出所: MSCI, Oxford Economics 2021年7月現在

そのため、住宅や物流のインカムは中長期的にインフレから保護されると期待できますが、リテールやホテルの賃貸料はそうではありません。オフィスは過去10年間で最も有効なインフレ・プロテクションを提供したように見えますが、過去10年間を通してオフィス賃貸料は世界金融危機後の谷間から回復しているため、データが歪んでいます。

将来的には、最も近代的で極めて柔軟性の高い持続可能なオフィスビルは依然として投資家をインフレから遮断することができると思いますが、パンデミックが入居者の要件を高めたため、機能的な陳腐化が加速している、より平均的な品質のオフィス資産があてはまるとは考えていません。不動産はインフレのヘッジにはなりません、強力なプロテクションになることは間違いありません。インフレからの長期的な遮断を求める投資家は、社会の幅広い変化に合わせてポートフォリオの構成を調整する必要があります。

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き(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。

1758900

For investment professionals only

BARINGS