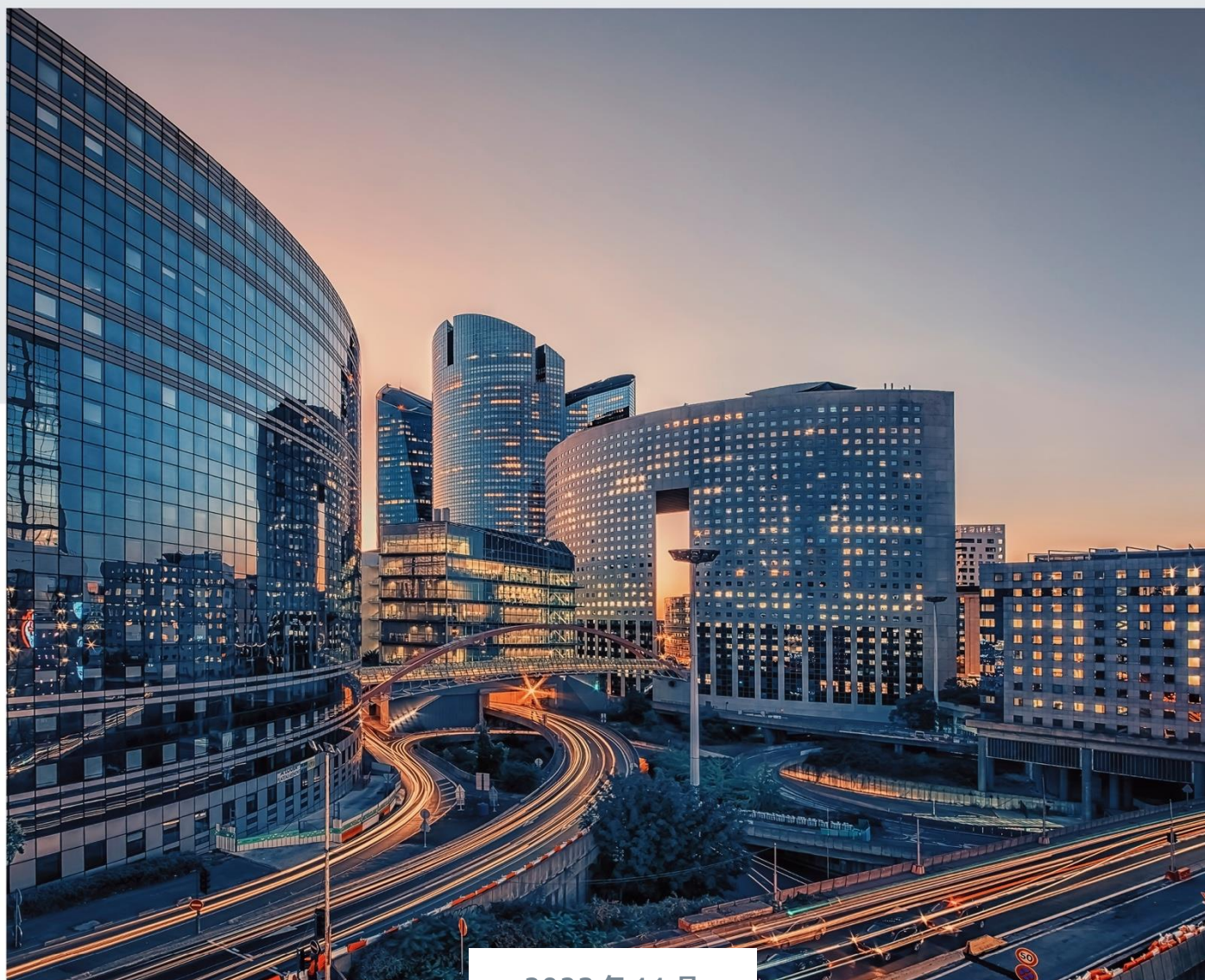


BARINGS

欧州不動産：過度な引き締めによる潜在的 リスクの可能性

欧州不動産四半期リサーチ



2023年11月

23-3203645

要旨

経済

- 反動的な金利上昇によってユーロ圏経済は低迷を続けています。
- エネルギー価格が再び不安定になったにもかかわらず、ユーロ圏のインフレ率は安定した下降基調を継続している一方、英国では引き続き粘着性を有していることが確認されます。
- 欧州中央銀行（ECB）のハト派的なコメントと対照的なのが、米連邦準備制度理事会（FRB）のタカ派的な「より高い水準でより長く（higher for longer）」というスタンスです。

不動産市場

- さらなる不動産価格の低下が依然として継続している一方、テクニカル的に見ると不動産サイクルの谷は過ぎています。
- 不動産価格の低下による利回り上昇の動きは投資のファンダメンタルズの実態を反映しておらず、最も優れたセクターや資産において最もネガティブ・リプライシングが見られています。
- 次の不動産サイクルに備えて資金の投入が可能である投資家にとっては、大きな投資機会が生じてきました。
- 金利が今後も長期にわたって上昇が続くと、調整局面がさらに深まると思料されます。
- オフィス・セクター：経営陣は従業員のオフィス復帰を強く望んでいるものの、欧州で深刻化するオフィス・セクターの衰退に根強い懸念が生じています。
- 小売セクター：2023年前半の小売店舗の空室率は安定しているものの、店舗の整理が進むにつれ空室率は上昇すると思料されます。
- 産業セクター：産業用不動産市場のファンダメンタルズは引き続き良好であり、緩やかなペースではあるものの、今後の賃料成長率にポジティブに働くと思料されます。
- 住宅セクター：賃貸住宅物件不足は緩和されそうになく、新規計画は遅延し、住宅ローン金利の上昇が購入希望者にとって足かせとなっているものの、賃料の成長見通しは引き続き堅調です。

経済見通し

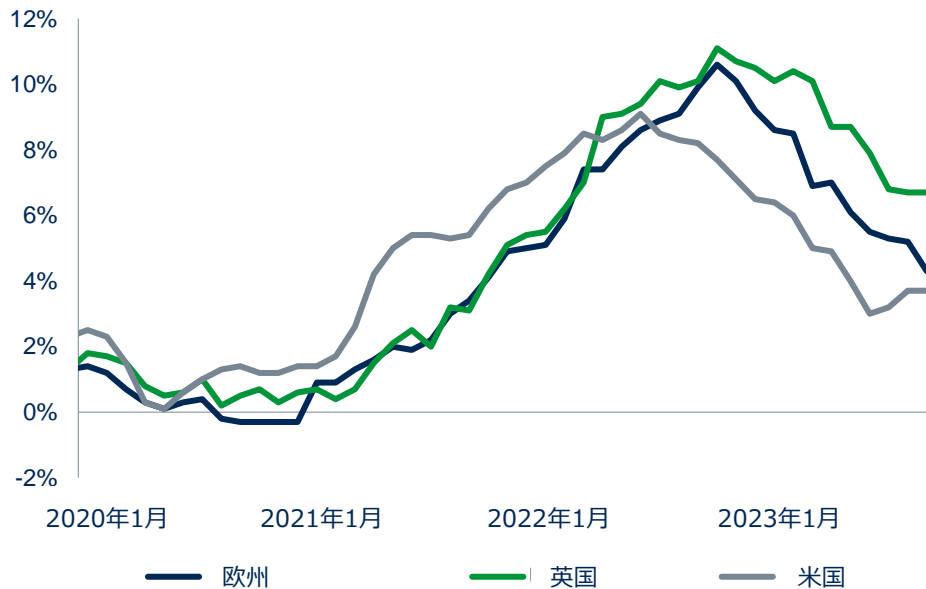
米国とは異なり、金利調整のペースと規模がユーロ圏経済を引き続き減速に導き、2023年第2四半期の成長率はわずか0.1%にとどまりました。軟調な経済状況は広範にわたり、物価上昇圧力により個人消費は横ばいとなったほか、固定投資は軟調となり、オックスフォード・エコノミクスは2023年の年間GDP成長率はわずか0.5%と予測しています（図2）。

2023年9月のユーロ圏総合購買担当者景気指数（PMI）は47.2で、前月の46.7よりわずかに上昇したものの、景況改善と悪化の境目となる50を大きく下回りました。9月のサービス業PMIは前月の47.9から小幅改善し48.7となり、製造業PMIは16ヶ月ぶりに急落し43.4となった後、安定しつつあるように見えます¹。

ユーロ圏のインフレ率は着実に低下しています。9月のインフレ率は5.2%から4.3%に急低下し、市場コンセンサスを下回りました（図1）。さらに、コアインフレ率も8月の5.3%から9月には4.5%へと急低下しました。しかし、英国のインフレ率は昨年10月につけたピークである11.1%を大きく下回っているものの、6.7%と高止まりしています。英国は、米国の労働供給ショックとユーロ圏のエネルギー・食料ショックという、2つのショックの影響を受けたと思料されます。

欧州中央銀行（ECB）は9月の理事会で金利を25bps引き上げ、2001年以来の高水準としました。ネガティブ・サプライズがないと仮定すれば、利上げの上限に達したと見られます。ECBは、金利が適切な期間維持されればインフレ率を目標値まで引き下げる水準に達している、とハト派的なコメントを残しました。

図1: インフレ率の推移



出所: Eurostat, ONS, U.S. Bureau of Statistics, Statista 2023年9月29日現在

¹ 出所: S&P Global 2023年10月現在

その証拠に、米国の金融政策が世界の中央銀行の雛形となることは、10月上旬のFRBの声明が、米国の金利は「より高い水準でより長く（higher for longer）」維持せざるを得ないとの懸念を煽ったことなどからも確認されます。この声明は世界の債券市場にとって大きな調整局面となりましたが、その後若干の戻しが見られました。インフレが明らかに落ち着きを見せるか、景気好転の兆しが経済指標に表れるまでは、金利変動をめぐる懸念が引き続き市場の特徴となると思料されます。

高金利はインフレに影響を及ぼしているように見えるものの、最近の不安定な中東情勢と同様に、経済見通しに暗雲が立ち込めています。2024年のユーロ圏のGDP成長率は年率0.8%に鈍化するものの、ECBが利下げを開始する可能性が高い2025年に同1.75%に回復すると予想されています。見通しの下振れリスクとして、極端もしくは早急な中央銀行の引き締めや、誤った金融政策の実施、経済の予想以上の悪化などが挙げられます。

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%	0.8%	0.6%	1.5%	2.1%	2.2%	1.4%
ドイツ	3.1%	1.9%	-0.5%	0.4%	1.9%	2.2%	1.7%	1.1%
イタリア	8.3%	3.9%	0.6%	0.6%	1.2%	0.8%	0.5%	0.7%
オランダ	6.2%	4.4%	0.5%	1.3%	1.7%	1.3%	1.1%	1.2%
スペイン	6.4%	5.8%	2.4%	1.3%	1.8%	1.8%	1.6%	1.8%
スウェーデン	5.9%	2.9%	-0.6%	0.2%	2.1%	2.2%	2.0%	1.2%
英国	8.7%	4.4%	0.7%	0.4%	1.4%	1.9%	1.4%	1.2%

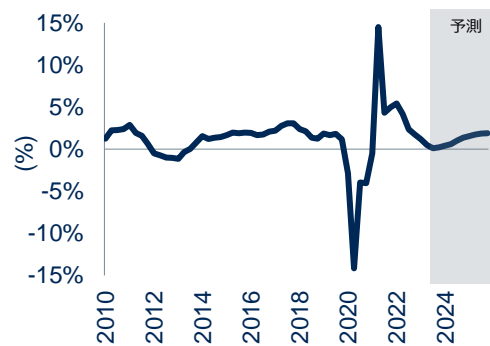
出所: Oxford Economics 2023年10月現在

図3: ユーロ圏景況感指数



出所: Eurostat 2023年9月29日現在

図4: ユーロ圏GDP



出所: Oxford Economics 2023年9月29日現在

資本市場

商業用不動産（CRE）の取引額は異常なまでに低迷しており、市場の流動性は2009年以降低水準が続いています。金利の急上昇を免れたセクターやクオリティ資産はありません。プライシングの観点からは、最も利回りの低い最良プライム物件が最もマイナスの影響を受けており、ベアリングスは今こそ大きな投資機会が到来したと考えています。

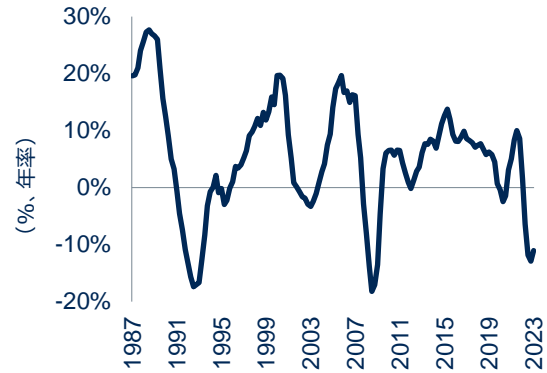
不動産サイクルの谷は、学問上ではリターンが最も低くなった時点と定義されていますが、それが見られたのは今年の夏の初めてでした（図5）。ペースは落ちるものの、さらなる価格下落は継続すると料されます。市場価格の先行指標として有用なREIT価格も底を打ちました。調整局面がさらに深まるには、金利が長期にわたって上昇を続けるか、さらに上昇する必要があると見られます。

セクター別では、価格下落と投資上のファンダメンタルズは無関係でした²。過去15～18ヶ月の間に、eコマースによってテナントが激減したハイストリートの小売物件の利回りは、50bps上昇し4.5%となりました。同様のトレンドの恩恵を受けた物流は、利回りが100bps上昇し5.25%となりました。同時に、オフィス・セクターでは、ESGがテナントの「質への逃避」を加速させているにもかかわらず、利回りは最も希少かつ環境に配慮したビルでも100bps上昇し4.75%となりました。住宅セクターの利回りはこれまで耐久性を有していたものの、足元では上昇に転じています。

1990年代初頭および世界金融危機（GFC）時には、プライム物件の物件価格は-20%から-30%の下方修正を記録しましたが、現在のサイクルではこれまでのところ-15%程度となっています（図6）。今回、その影響は堅調な賃料の伸びによって一部相殺されました。2022年半ば以降の-20%の利回りインパクトに対し、賃料は8%上昇しています。

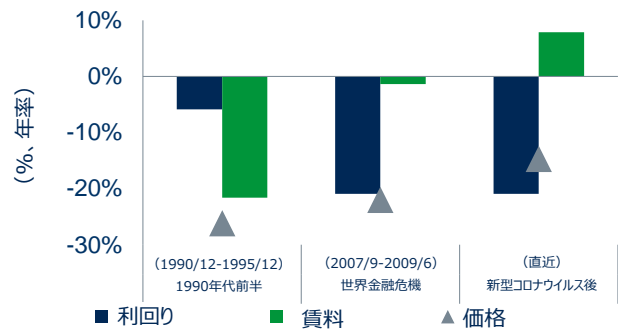
中央銀行の引き締めサイクルが終了に近付いていることが期待される中、第3四半期の不動産デットのプライシングはおおむね安定していました。Chatham Financialによると、5年物欧州銀行間取引金利（EURIBOR）スワップ・レートは約3%から3.3%のレンジで取引されましたが、ポンド翌日物平均金利（SONIA）に相当するスワップ・レートは若干変動が大きく、第3四半期を通じて4.4%から5.3%のレンジ内での取引となりました（図7）。CREデット・マージンも安定していた一方、オフィス・セクターではプライム・マージンが10bps上昇、セカンダリー・マージンが20～30bps上昇しました。貸し手の動向は、リファイナンスとローンの延長という大きな課題に引き続き焦点を当てると料されます。

図5: 欧州商業用不動産サイクル（物件価格）



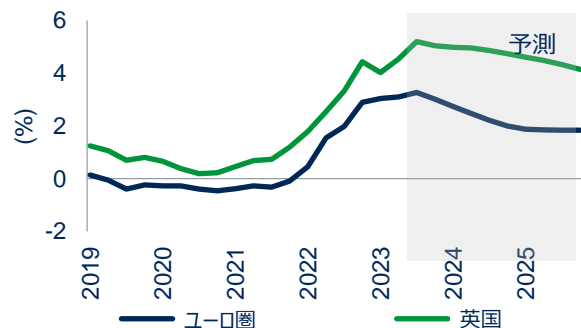
出所: CBRE, Cushman & Wakefield 2023年10月現在

図6: 欧州商業用不動産の過去の調整局面



出所: CBRE, Cushman & Wakefield 2023年10月現在

図7: 5年物金利スワップ



出所: Oxford Economic 2023年10月現在

² CBRE 2023年10月現在

不動産市場

オフィス・セクター

2023年第2四半期の欧州の新規貸付面積（テイクアップ）は220万平方メートルとなり、前年同期比28%減となりました（図8）。年間テイクアップは1,030万平方メートルに達し、10年平均で10%の減少となりました。交通至便な立地にある最高クラスのサステナブル・オフィスは、入居者によりますます選好されています。既存テナントは、コスト削減のために賃貸契約の再交渉に注力していますが、これが長期的なオフィス・スペースへのコミットメントに消極的になっている理由と見られます。

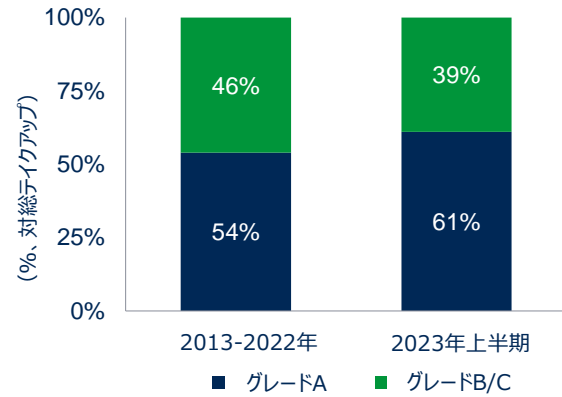
第2四半期の欧州のオフィス空室率は8.1%に上昇し、10年平均である7.7%をわずかに上回りました³。新築オフィスの着工、特にテナント未定の新築ビルの着工は減速していますが、これは建設コストとファイナンス・コストの上昇および労働力不足がスキームの実行可能性に影響することが理由です。このため、空室率の今後の上昇圧力には限界があると思われる。

KPMGが毎年実施しているKPMGグローバルCEO調査によると、企業がオフィス回帰（RTO）を希望していることが示唆されており、1,300件の回答のうち64%が2026年までにオフィス勤務への完全回帰を予測しています（図9）。また、87%が金銭的な報酬および昇進とオフィス勤務を関連付けることを検討しており、これが消極的な従業員をオフィス勤務に回帰させるきっかけになる可能性があります。雇用主は、自社の希望と人材の獲得・維持能力とのバランスに留意する必要があります。

RTOの進展にもかかわらず、欧州では余剰なオフィス在庫に直面しています。立地条件の良いオフィスは、既存の用途を変更することにより付加価値創出の機会があると見られますが、大部分は別の用途に再利用または再開発する必要があると思料されます。しかし、このプロセスは、低炭素経済へのシフトに係る逆風に直面する可能性があります。このリスクを最小化するため、買い手は買収のデューデリジェンスに移行リスクを組み込むケースが増えており、厳しい価格交渉が続くことが予想されます。

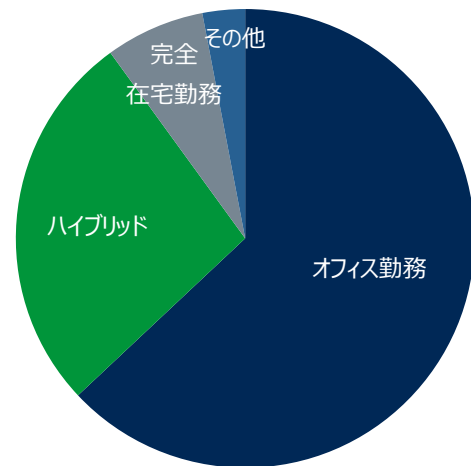
2023年9月までの12ヶ月間で、賃料は前四半期比0.9%の上昇、年率では4.9%の上昇となり、プライムオフィスの不足により賃料のプラス成長の勢いを維持しています⁴。中長期的には、プライムオフィスの成長見通しはポジティブで、特にネット・ゼロ・カーボン・オフィスは、欧州をはじめ世界的に見ても非常に希少となっています。

図8: 欧州におけるオフィス需要



出所: Green Street, JLL, CBRE 2023年10月現在

図9: 会社経営陣の従業員に対するオフィス回帰への期待⁵



出所: KPMG グローバル CEO 調査 2023年10月現在

³ 出所: Cushman and Wakefield 2023年7月現在

⁴ 出所: CBRE 2023年9月現在

⁵ KPMG グローバル CEO 調査 2023: 3年後、従来オフィス勤務である従業員の労働環境はどうなっていると思いますか？

不動産市場

小売セクター

生活費の圧迫や軟調な消費者信頼感など、欧州の小売セクターは景気循環的な課題に直面しています。2023年8月までのユーロ圏小売売上高は前年比ベースで11ヶ月連続でマイナスとなっています（図10）。

プラス面では、欧州の小売店舗の来店者数は、パンデミック前の水準に完全には回復していないものの、パンデミックの最低水準から着実に改善しており、2023年上半期の来店者数は2019年比で7%減となっています⁶。小売のサブセクターの業績はまちまちで、食品・飲料、ヘルス・ビューティー、スポーツは依然としてオンラインに対する回復力を示しています。事業者は苦戦を強いられており、負債コストの上昇が独立系小売企業の重荷となっているほか、中価格帯ファッション小売企業の倒産が増加しています。

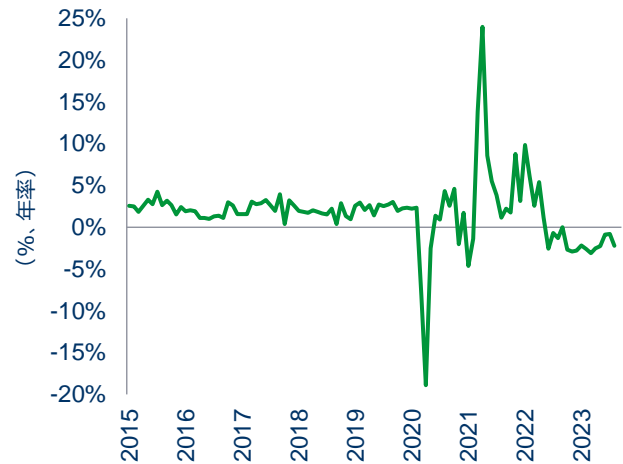
小売の空室率は、2023年上半期を通じて6.7%とほぼ安定していました⁷。今後、店舗面積の縮小や店舗・ポートフォリオの合理化は避けられないと思われ、空室率には上昇圧力がかかると予想されます。

直近のインフレ急騰におけるポジティブな面は、名目売上高もまた上昇していることで、小売運営側にとっては他のコストも上昇しているものの「努力率（賃料／売上高）」は低下しているため、賃料はますます安価になっているように見えます。

パンデミック時の厳しい業績から一転して、プライム小売賃料は2023年第3四半期には年率2.6%の上昇に転じました（図11）。欧州大陸では、年間賃料指標も、見直しとリース更新の間においてプラスの純利益成長を維持しています。

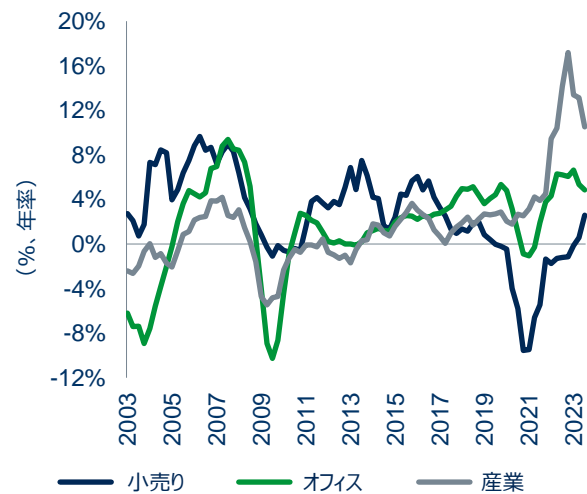
実店舗型小売業は顧客が実店舗に通うことで重要性が維持されるはずだ、というベアリングスの見方には変化はありません。オムニチャンネル（実店舗や通販サイトなど、あらゆる流通ルートを連携させ、顧客が最適な方法で商品を購入できるようにする）の小売企業は、テクノロジーを取り入れ、オンライン小売企業に対抗する革新的な方法を見出すことで成功を収めると考えます。メタバース（仮想空間）は、すでにデジタル試着技術を生み出しています。中国のように、欧州でもソーシャル・コマースと呼ばれるソーシャルメディア（SNS）とeコマースを掛け合わせて商品やサービスを販売する仕組みが普及すれば、実店舗での消費は新たな脅威に直面することになると思料されます。

図10: ユーロ圏小売売上



出所: Eurostat 2023年10月現在

図11: 欧州プライム物件賃貸成長率



出所: CBRE, Cushman & Wakefield, Barings 2023年9月29日現在

⁶ 出所: CBRE 2023年6月30日現在

⁷ 出所: CBRE 2023年6月30日現在

不動産市場

産業セクター

市場環境がパンデミック前の状況に戻り、経済情勢が軟調となり物流需要が圧迫される中、テイクアップ活動の水準は著しく鈍化しています。2023年第2四半期に、テイクアップが前年同期を上回ったのはイタリアだけでした（図12）。サードパーティー・ロジスティクス（3PL）は引き続き主要な需要の牽引役であり、同セクターがパンデミック前のトレンド成長水準に再調整する中で、eコマース需要の急激な落ち込みを補うのに役立っています。

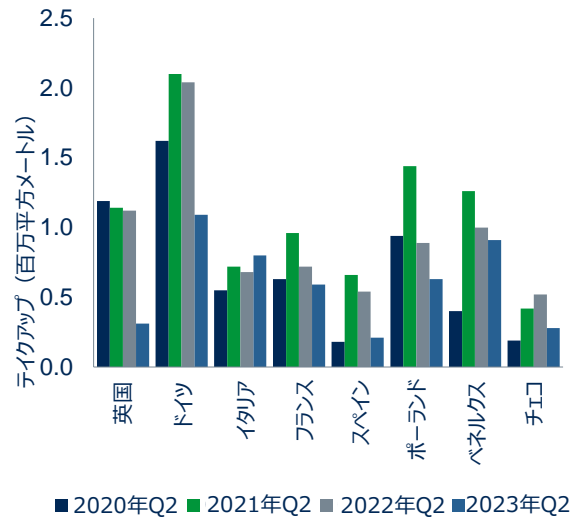
開発物件の順調な竣工により、欧州全体の空室率が2.9%となるなど依然として厳しい水準を作り出しています⁸。不動産価格の下落および借入・建設コストの上昇により、新規開発計画が減少し、計画の実行可能性にマイナスの影響を及ぼしています。

欧州の物流セクターは、すでに慢性的な近代的物件の在庫不足に悩まされています（図13）。市場には、テクノロジーや自動化といった必要性の高まりに対応可能かつグリーン・ターゲットを満たす適切なユニットが不足しています。老朽化のペースが加速する中、古い在庫をアップグレード、建て替えもしくは再利用する機会が増えると予想されます。

弾力性のある市場ファンダメンタルズが、2桁の賃料成長を支えてきました。2023年に入り、そのペースは緩やかになったものの、依然として力強い成長を続けており、第3四半期の欧州プライム産業用不動産の賃料は前期比2.1%増、年率10.5%増となりました⁹。引き続き良好な需給環境は、今後の賃料成長を下支えすると思料される一方で、短期的には軟調な経済見通しを反映してペースのさらなる減速が予想されます。

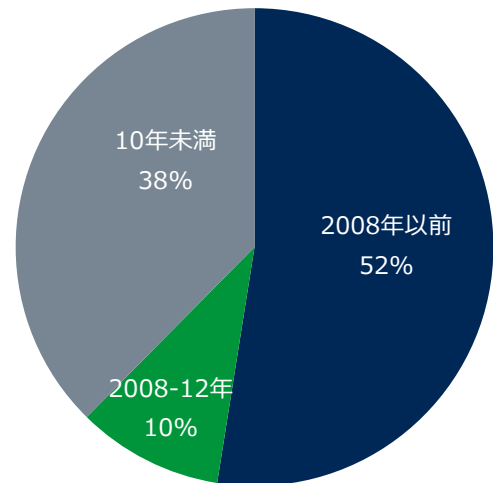
パンデミック後、入居者は回復力を高める戦略を継続して展開しています。賃貸契約の更新を控えている入居者は、サプライチェーン・ネットワークを戦略的に評価し、業務が最適な場所に配置され、効率が最大化されるよう努めています。製造業者もまた、プロテクションを追加し、生産拠点を顧客基盤の近くに積極的に移転していますが、必要な電力供給と労働力確保が可能である適切な土地を見つけることが課題となっています。

図12: 欧州物流のテイクアップ⁸（第2四半期比較）



出所: CBRE 2023年6月30日現在

図13: 欧州物流の在庫ヴィンテージ



出所: JLL, Barings Research 2023年6月30日現在

⁸ 出所: CBRE 2023年6月現在

⁹ 出所: CBRE, CUSHMAN & WAKEFIELD, BARINGS 2023年6月現在

不動産市場

住宅セクター

住宅需給の不均衡が良好な賃料上昇を下支えているため、2023年第3四半期のユーロ圏の平均賃料は年率2.6%上昇しました（図14）。英国の賃料は年率6.2%上昇し、フランスの同2.2%、ドイツの同2.0%、イタリアの同2.6%、スペインの同2.0%を大きく上回っています。長期にわたる慢性的な需給逼迫が深刻化することが予想される中、建設コストの上昇は新規着工を遅らせるほか、住宅ローン金利の上昇は初めての住宅購入者の足かせとなると思料されます。

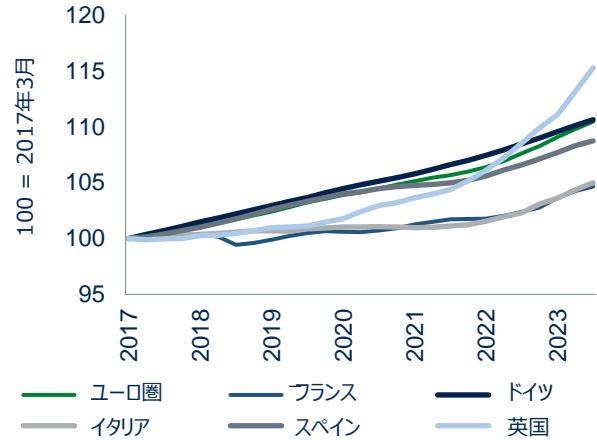
住宅価格のモメンタムは急速に鈍化しており、2023年第2四半期のユーロ圏の住宅価格は前年の年率9.2%から急落して同-1.7%となりました（図15）。国によるばらつきは大きく、ドイツが年率-9.9%、スウェーデンが同-6.9%と下落率が最も大きくなりました。フランスは同0.5%、イタリアは同0.7%、スペインは同3.7%、英国は同2%となり、ペースは鈍化しているものの、プラス成長を維持しています。

ユーロ圏の住宅価格は小幅に調整されると見られていますが、各国の住宅ローン市場の構造や住宅価格の高騰が重要な影響を及ぼすことから、国によってパフォーマンスは異なると思料されます。例えば、フランスとドイツの借り手は一般的に固定金利かつ10年以上の長期住宅ローンを選好するものの、ドイツにおける過熱的な住宅価格上昇と緩い所得制限により、フランスに比べはるかに急激な調整が考えられます。

英国では当初、固定金利住宅ローンが普及していたため、借り手は金利上昇による影響を受けずにいました。しかし、英国の固定金利住宅ローンの期間は通常5年、場合によっては2年短期であるため、近い将来、はるかに高い住宅ローン金利での借り換えが必要となる世帯の増加が見込まれます。

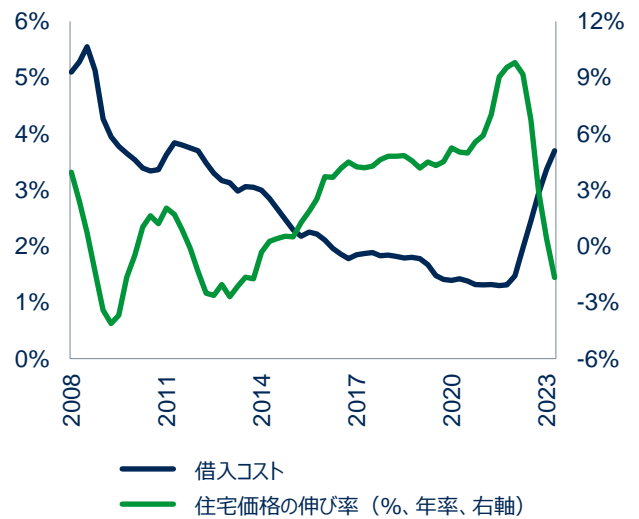
欧州の学生寮（PBSA）セクターは堅調に推移しており、Bonardによる追跡調査によると、入居率は95%から100%と高水準にあります¹⁰。JLLによると、需要が供給を上回っており、欧州の主要都市においてPBSAが利用可能な学生は全体の15%に過ぎず、学生はよりコストの高い民間賃貸ワンルームマンションに入居せざるを得なくなっています。運営コストの上昇と、需給バランスにおいて緩和の兆しが見られないことは、同セクターの今後の賃貸成長見通しにとって好材料となると思料されます。

図14: 住宅賃料の伸び



出所: OECD 2023年10月現在

図15: ユーロ圏借入コスト VS 住宅価格の伸び



出所: ECB, OECD 2023年10月現在

¹⁰ 出所: Bonard 2023年9月現在

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）

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.

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。

3227987