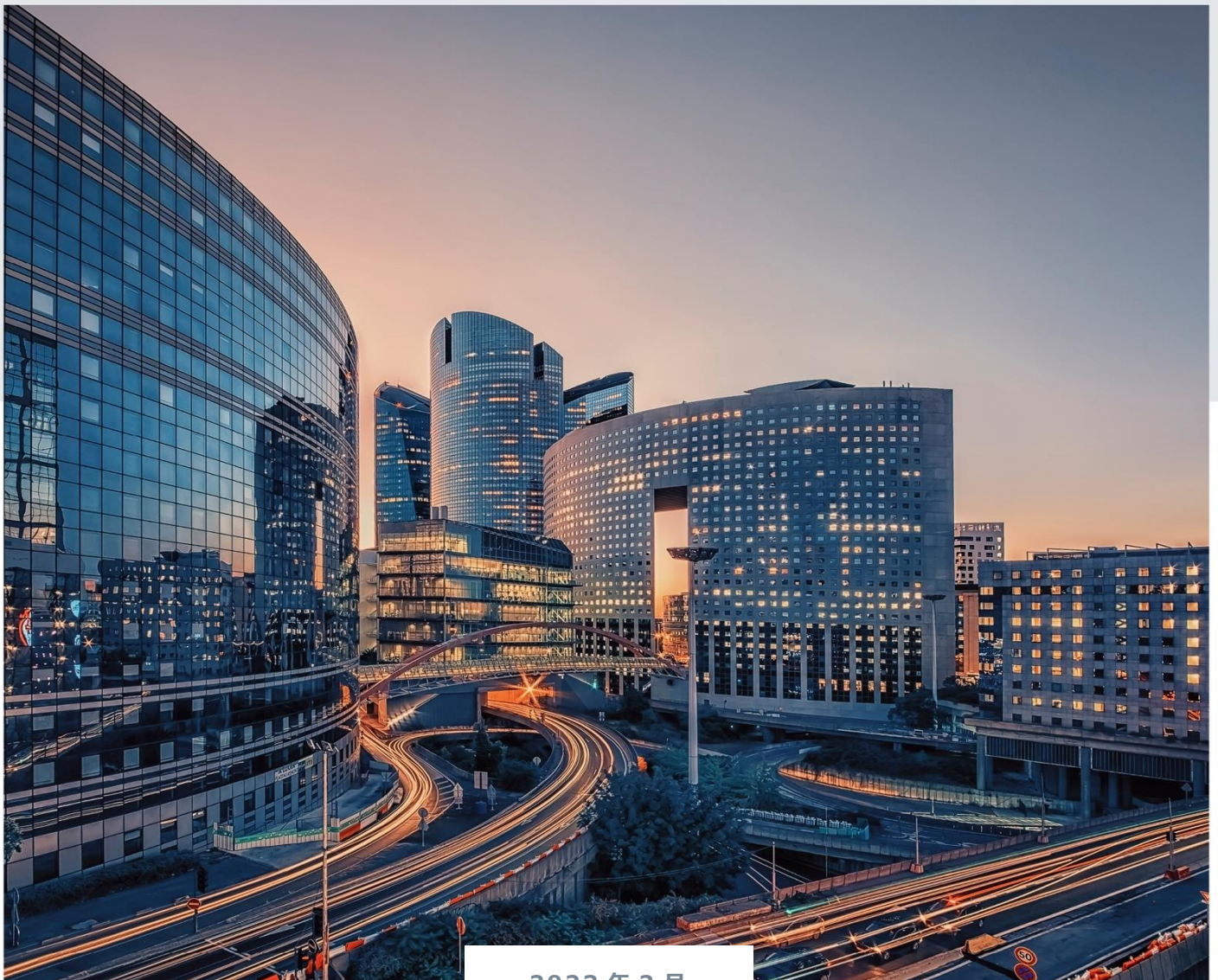


BARINGS

欧州不動産： 暗黒から、新たな夜明けとなるか？

欧州不動産四半期リサーチ



2023年2月

要旨

経済

- 消費者物価指数に緩和の兆しが見られます。購買担当者景気指数（PMI）は改善しているものの、景気減速が続いています。
- 欧州中央銀行（ECB）の更なる引き締めが予想され、利上げが進行中であることから、見直しに対するリスクは依然として高止まりしています。
- インフレに対するECBの対応は、不動産の信用フロー（＝借り換えリスク）や取引量に影響を与え、2023年の不動産利回り水準にも影響が及ぶと見られます。

不動産市場

- REIT価格の下落やプライム利回りの変化は、いずれも15-20%の価格調整を示唆しています。この状況は、今年も不動産評価や不動産インデックスの低調なパフォーマンスに反映されると思料されます。
- これまでのところ、悪影響を受けたセクターは長期的なファンダメンタルズとは無関係であり、むしろ金利デフレーションの影響によるものです。
- インタレスト・カバレッジ・レシオ（ICR）への圧力が強まっており、不動産デットのローン・トゥ・バリュー（LTV）は低下傾向にあります。ノンバンクの資金源には、特にリファイナンスにおいて、大きな投資機会が存在します。
- 景気減速は賃貸事業と短期的な賃料成長率に影響を与えると思われるものの、経済が耐性を示せば、この影響は軽微にとどまる可能性があります。
- 不動産価格のダウンサイド・リスクは、借り換えの際の銀行資本の不足、地政学、中央銀行の裁量、不動産比率による「分母効果」、景気（および賃貸の）減速の深さと期間に集中しています。
- 今後1年間は、不動産サイクルの谷となる可能性があります。これは、今後数年間の投資パフォーマンスの向上につながると思料されます。

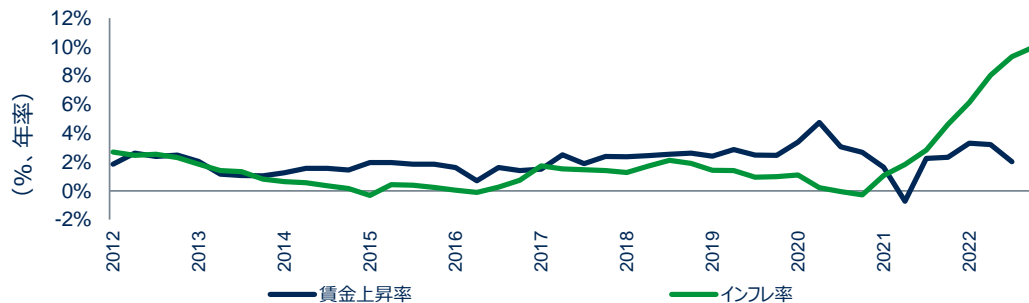
経済見通し

ユーロ圏の最新のインフレ率データにより、市場に安堵感がもたらされ、インフレ圧力がようやく緩和される可能性が出てきました。これは、主にウクライナ紛争がエネルギーや食品価格に与えた影響により、数ヶ月にわたって物価が不安定に推移したことに続くものです。12月は2ヶ月連続で物価が下落し、消費者物価指数は10月の過去最高値である10.6%から9.2%に低下しました。エネルギー価格が急落しているため、今後数ヶ月はインフレ率の低下に寄与すると思料されます。しかし、(エネルギーおよび食品価格を除く) コアインフレ率は、12月に5.2%に上昇したため、欧州中央銀行 (ECB) の焦点は一段とコアインフレ率にシフトすると思料されます。

高いインフレ率と進行中のエネルギー危機は、今冬のユーロ圏経済の減速を示唆しています。最新の高頻度データであるユーロ圏総合PMIは、12月の49.3から1月は50.2と好不況の分かれ目となる50を上回り、景気後退を回避する可能性に対する期待が高まっています。しかし、軟調な消費者信頼感指数と家計の実質所得の減少が依然として消費の重石となっており、景気減速が続いています。

労働市場は引き続き底堅く、11月のユーロ圏失業率は6.5%と2ヶ月連続で過去最低を更新しました。しかし、この低下は、失業率の緩やかな上昇が予想されることを意味しています。これは、情報技術セクターでは既に明らかで、アマゾンやメタ、マイクロソフトなど、いくつかの大手企業が大規模な人員削減を発表しています。この人員削減は、部分的には新型コロナウイルス感染拡大によるものですが、これらの企業が成熟期を迎えつつあることを反映している可能性があります。これは、労働市場の逼迫にもかかわらず、賃金とインフレのスパイラルが進行するのを防ぐのに役立ち、ECBがより積極的な金融引き締めを回避することを可能にするはずで

ユーロ圏の賃金上昇率とインフレ率



出所 : Oxford Economics、Eurostat 2023年1月現在

ECBによる今後数ヶ月間のインフレに対する対応や、金利水準の落ち着きどころが、今年の不動産市場動向を左右すると思料されます。ベンチマークである「リスクフリーレート」と不動産デットのコストは、不動産の信用フロー（借り換えを含む）、そして最終的には取引量および不動産利回りに影響を与えるでしょう。

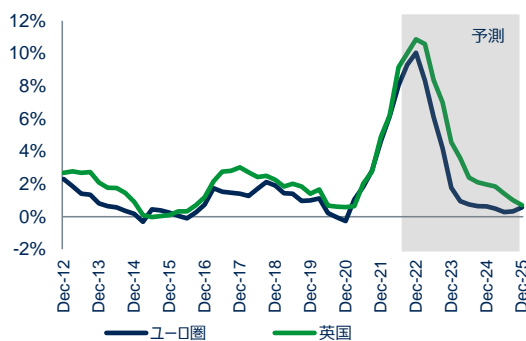
目標の2%を大きく上回っているため、ECBはコアインフレ率を注視しています。今年中に更に利上げが行われ、引き締めが進むと予想されます。金利が低下し始めるのは2023年末から2024年にかけての可能性があり、中期的にはユーロ圏において2%前後に落ち着く可能性があります。ECBにとって現在の状況は、金利を「正常化」し、量的緩和の必要性を終わらせ、金融市場の安定性を高める待望の機会なのかもしれません。しかしそれは、不必要な経済的困難を招いたり、周縁国経済に変動を引き起こすことを回避したいという願望との比較衡量です。したがって、見直しに対するリスクは依然として高止まりしています。

GDP国別予測（%、年率）

GDP (%、年率)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2023-2027
フランス	6.8%	2.5%	0.1%	1.9%	2.3%	2.2%	1.9%	1.7%
ドイツ	2.6%	1.6%	-1.0%	2.6%	2.5%	1.5%	1.0%	1.3%
オランダ	4.9%	4.2%	0.4%	1.8%	1.7%	1.3%	1.2%	1.3%
イタリア	6.7%	3.8%	0.0%	1.0%	0.8%	0.6%	0.5%	0.6%
スペイン	5.5%	4.6%	1.0%	2.3%	2.5%	2.4%	2.1%	2.0%
スウェーデン	4.8%	2.8%	-0.5%	2.2%	2.4%	2.4%	1.9%	1.7%
英国	7.5%	4.4%	-0.9%	1.5%	2.7%	2.2%	1.7%	1.4%
ユーロ圏	5.3%	3.2%	-0.1%	2.0%	2.1%	1.7%	1.4%	1.4%

出所：Oxford Economics 2023年1月現在

ユーロ圏インフレ率の推移（%、年率）



出所：Oxford Economics 2023年1月現在

10年国債利回り推移



出所：Oxford Economics 2023年1月現在

資本市場

経済見通しの悪化と世界的な金利の急激な上昇により、MSCI欧州不動産四半期インデックスは-2.2%（2022年7-9月期）となり、世界金融危機時の底値である-6.5%（2008年10-12月期）以来で最低の四半期トータルリターンとなりました。

欧州のREIT価格は約30%下落しました。レバレッジを考慮し、今年は金利が安定すると仮定すると、15-20%程度の価格調整が示唆されます。不動産価格のリスクは下方に偏っていますが、REIT価格に内包されるパブリック市場のボラティリティは、通常、不動産サイクルの変動幅より大きなものとなります。

市場の調整（2022年にプライムで15-20%下落）は、2023年中も不動産評価に影響を及ぼし続けるでしょう。これまで最も大きな影響を受けた資産およびセクターは、長期的なファンダメンタルズとは無関係で、金利デフレの影響が不可避であったためです。

ユーロの5年物スワップレートは過去1年間に年率0%から2.7%に上昇しました。社債の対ソブリン債スプレッドの拡大と経済センチメントの悪化により、シニアデットのマージンは200~250bpsのレンジに押し上げられ、ファンドブリーフ債が追加的なサポートを提供しているドイツではおそらく110~160bpsに達しています。

不動産デットの借入れコストの急激な上昇は、インタレスト・カバレッジ・レシオへの圧力が強まり、コアのLTVが低下傾向にあることを意味します。資本構造上のギャップは最大で20%に達する可能性があり、代替となるノンバンクの資金源には、特にリファイナンスにおいて、大きな投資機会を創出しています。

今後18ヶ月間でCPIが順調に目標値である2%に戻る可能性はないと思われる。中央銀行の政策シナリオの方向性が鍵となります。目標を上回るインフレ率が実質債務水準を減少させるのに有益であると考えられる場合、期待金利はすでにピークに達しています。しかし、中央銀行が高インフレに対する取組みを強化する決意を表明した場合には、金利の変動が容易に再燃する可能性があります。

不動産価格の下振れリスクは、借り換えの際の銀行資本の不足、地政学に対するインフレ・金利の感応度、中央銀行の政策の裁量、複数資産ポートフォリオに占める不動産の比率（「分母効果」）、景気（および賃賃）減速の深さと期間に集中しています。

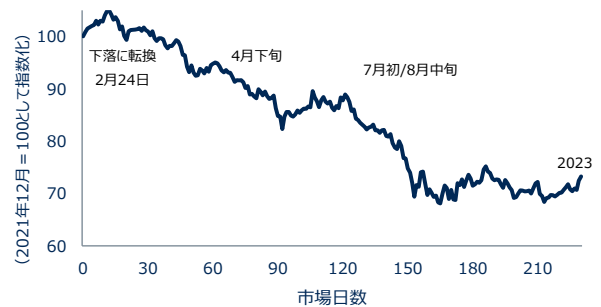
今後1年は、不動産サイクルの谷となる可能性が高く、最良の資産を最も有利な条件で獲得する機会が生じると思われます。これは、今後何年にもわたり投資パフォーマンスを向上させることにつながると思料されます。

MSCI欧州不動産インデックス



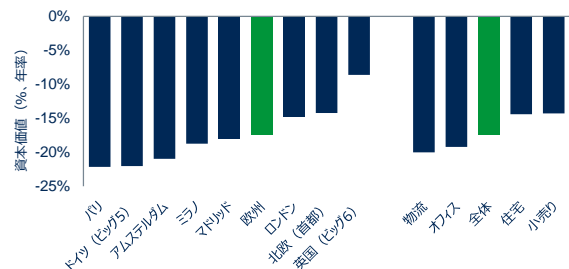
出所：MSCI 2023年1月現在

欧州REIT価格



出所：Bloomberg 2023年1月13日現在

欧州プライム利回りインパクト



出所：CBRE 2023年1月現在

不動産市場

オフィス・セクター

金融市場の混乱にもかかわらず、7-9月期の需要は、パンデミック時の低水準から回復を続けています。2022年7-9月期までの12ヶ月間に欧州の主要オフィス市場の新規貸付面積（テイクアップ）は総在庫の5.0%に達し、10年平均を60bps上回りました。

新規貸付面積のポジティブな兆候にもかかわらず、空室率は引き続き上昇し、7-9月期には7.7%に達しました。これは、最低水準であった2020年3月の空室率から220bpsの上昇となっています。ただし、直近2四半期の上昇は40bpsにとどまっており、ある程度の回復力を示しています。2020年3月以降の新型コロナウイルス感染症拡大期を通して、空室率の上昇は、ダブリンとアムステルダムで最も顕著（約500bps増）であった一方、マンチェスター（120bps減）やコペンハーゲン（250bps減）の空室率は、タイト化しました。

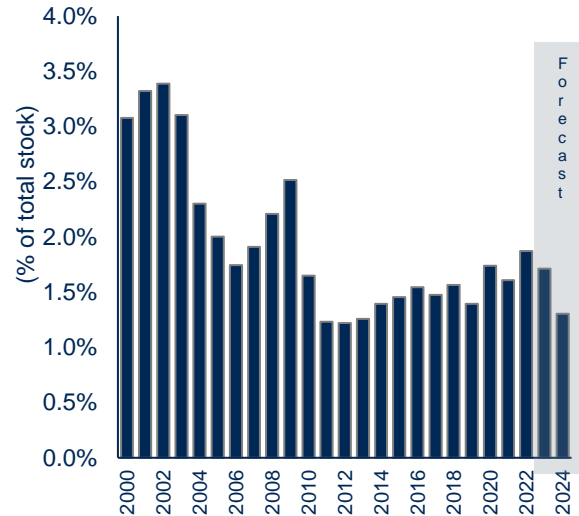
新規開発は、2022年の総在庫のわずか1.9%であり、更新率（建物のライフサイクルを40年と仮定すると年率2.5%）を大きく下回っています。開発は、今後2年間で平均して総在庫の1.7%にとどまり、引き続き低水準となると思われます。新規着工は、建設コストの高騰と経済情勢の悪化により、2023年に大きく減速する可能性が高いと見られます。

世界金融危機（GFC）後の銀行規制（バーゼルIII）により開発資金の調達が著しく阻害されたため、欧州では近代的オフィス・スペースが慢性的な供給不足の状態にあります。同時期に、ESGの課題や労働市場の逼迫、「人材獲得競争」が相まって、最高クラスのスペースに対する需要が高まりました。これは、パンデミック後の在宅勤務（WFH）の普及にもかかわらず、プライム賃料の成長率が非常に堅調に推移した理由を説明しています。

2022年のオフィス賃料の成長率はプラスを維持し、過去12ヶ月間で年率5.8%上昇しました。しかし、成長率は2四半期連続で鈍化しており、4-6月期の2.5%、7-9月期の1.4%から低下し、10-12月期は1.1%の上昇でした。

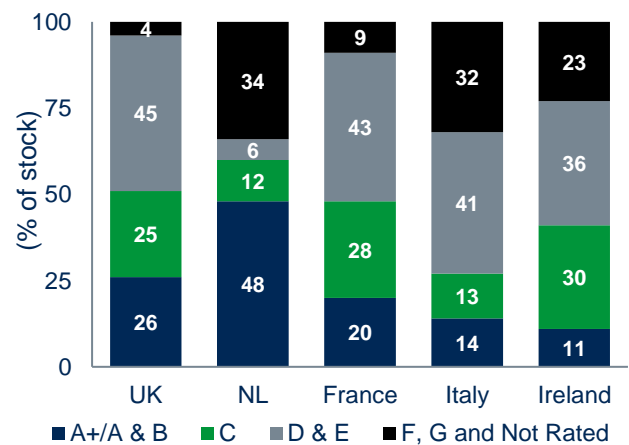
入居者の需要、ひいては賃料の成長率はさらに緩やかになると予想しています。しかし、ESGが牽引する優良物件の選好や、近代的で環境に配慮したスペースの不足を考慮すると、長期的なプライムの見通しは依然として良好です。

欧州オフィス：開発完了



出所：Cushman & Wakefield 2022年第3四半期

欧州オフィス：ECP格付



出所：Savills 2022年11月現在

不動産市場

小売りセクター

2022年11月の欧州小売売上高は年率-2.8%の減少となりました。消費者信頼感、欧州連合統計局（ユーロスタット）の指標で12月までに-21.1となり、9月の-29.2から上昇したものの、欧州の長期平均である-11を大幅に下回っており、大幅に落ち込んでいる消費者信頼感が急上昇するまで、持続的な回復は望めそうにありません。

小売りセクターの賃貸業務は2023年から2024年にかけて急減速する可能性があります。インフレ率は緩やかになるとはいえ、しばらくの間は目標値である2%を上回った水準を維持する可能性があります（「経済」の項を参照）。賃金上昇率もまだ大きく出遅れており、中央銀行のインフレ抑制には好都合ではあるものの、小売業者にとっては不都合です。家計の購買力は、実質所得の減少と債務返済コストの上昇という「ダブルパンチ」を受けて、昨年から持続的にマイナスの圧力にさらされています。

賃料の下落圧力は、eコマースの逆風が最も顕著である欧州北部で最も大きくなる可能性があります。現地の賃貸業者は南欧の見通しについてより明るい見方を示していますが、これは期待値とインターネット導入の遅れに起因する可能性があります。小売業者は、消費支出の減速を、店舗の「規模の適正化」と「フォーマットの最適化」の機会として捉えると見られます。小売業者のスペースに対する需要は、地元の利便性やハイエンド向けの体験型へと軸足を移すと見られます。

パンデミック後の経済活動再開による小売店舗の賃料「ラリー」は短期間で終了し、マイナスにとどまりました。プライム賃料の伸び率は、2020年の-10%、2021年の-1.5%に対し、2022年は-1.3%となりました。2023年のペースは逆戻りすると予想されます。これは、循環的な下降と、オンライン小売チャネルへの移行の進行という構造的な逆風の組み合わせを反映したものであるでしょう。

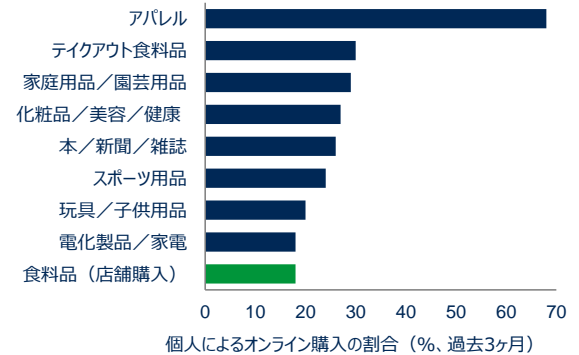
弊社は、経済やeコマースへの耐性に基づき、食料品やコンビニエンスストアへの強い選好を維持しています。食料品は生活必需品であり、生活費危機や食料品インフレの上昇に対する耐性を備えています。また、キャパシティ制約や低マージン、高配送コストは、相当程度のインターネット耐性を意味します。足元の食料品の成長は、店頭で食品をピックアップするデリバリー業（Deliveroo、Uber Eatsなど）に集中しています。

欧州小売り環境



出所：Eurostat 2023年1月現在

EU：オンラインによる購入（2021年）



出所：Eurostat 2022年3月現在

不動産市場

産業セクター

JLLによると、2022年1～9月の物流施設の新規貸付面積（テイクアップ）は合計2,290万平方メートルとなり、2021年と同水準となりました。非常に好調であった1-3月期の後、需要は足元の記録的な高水準から緩やかになっています。これは、多くの主要物流市場において空室率がゼロに近いという供給不足の問題もありますが、景気の減速を反映したものでもあります。

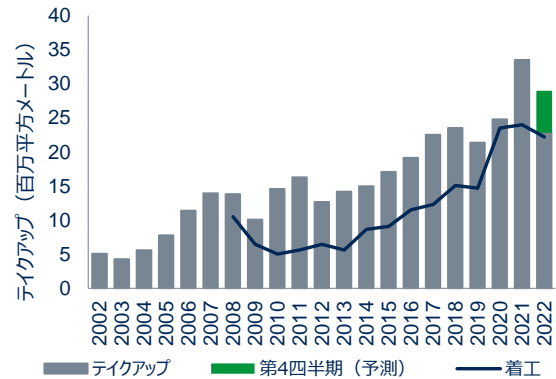
開発事業全体は引き続き堅調で、建設面積は7-9月期末時点で前年同期比11%増の約2,220万平方メートルとなっています。投機的開発は10年ぶりの高水準に達し、870万平方メートルが建設中ですが、ポーランドや英国、イタリア、スペインに大きく集中しています。利回りおよび開発コストの上昇がプロジェクトの実行可能性に影響を及ぼしているため、新規着工は現在減速しています。

プライムの物流賃料は、2020年の2.6%、2021年の4.5%から2022年には15%超と、インフレ率以上に上昇し、驚異的なペースで推移しています。短期的には景気減速により成長ペースは鈍化すると見られますが、現在の安定的な賃料水準は、堅調な入居者市場のファンダメンタルズに下支えされると思われます。

実店舗が引き続き構造的な課題に直面している一方で、eコマースは市場シェアを拡大し続けています。最新のCRRオンライン小売り売上データによると、2022年の売上はすべての国でパンデミック前の水準を著しく上回りました。ただし、英国やドイツ、オランダなどいくつかの国において、2021年のパンデミック期の最高値からは低下し、堅調であったパンデミック前のトレンドに戻りつつあります。

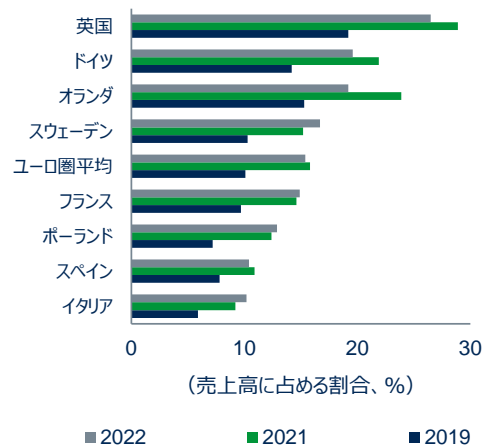
ネット通販大手のアマゾンが発表した再建計画により、eコマースの長期的な成長可能性に対する懸念が生じています。しかし、eコマースも、実店舗の小売業と全く同様に、消費者心理の低迷や実質所得水準の低下などの循環的な脆弱さに直面しています。物流の構造的な魅力に関する弊社の見解に変更はなく、欧州全域で近代的な物流スペースが継続的な供給不足にあるのに対し、eコマースの拡大や一部のオンショアリングにより、将来需要は維持されると考えています。

欧州物流：テイクアップおよび着工面積



出所：JLL 2022年11月現在

オンライン小売り売上



出所：Centre for Retail Research 2023年1月現在

不動産市場

住宅セクター

ユーロ圏の住宅価格の伸びは鈍化し始めており、2022年3月のピーク時（年率9.8%）から、2022年9月には年率6.8%に低下しました。Nationwideによると、足元の英国のデータでは、住宅価格は10-12月期に入っても鈍化が続き、昨年3月の年率12.6%のピークから、2022年12月には年率4.8%に減速しました。

中央銀行は引き締めサイクル入りを余儀なくされ、高騰するインフレを抑制するため金利を大幅に引き上げました。このため、住宅ローン金利は記録的な低水準から上昇し、借り手に影響を及ぼしています。2023年の住宅価格は軟化する可能性が高いものの、収入対比で高い状態は継続すると思料されます。買い手の購入余力の低下は、賃貸需要の持続、すなわち住宅賃料の伸びを促進します。

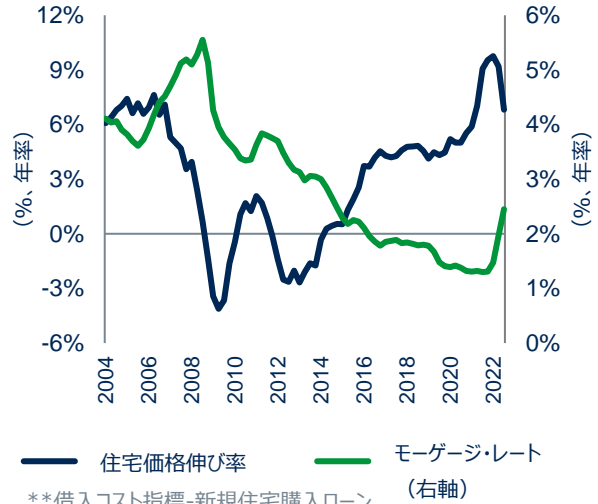
借入コストの上昇に加え、住宅市場のモメンタムは、消費者信頼感の低下、生活費危機、労働市場の軟化が予想されるなど、他の短期的な逆風にも直面しており、住宅取引量と価格の重石となっています。しかし、失業率の小幅な上昇や、世界金融危機

（GFC）後に強化された住宅ローンの貸し手側の規制により、最大LTVが引き下げられ、必要な預金水準、つまり頭金が引き上げられたことから、デストレストの売却件数は限定的となると思料されます。

2022年にかけて、ユーロ圏の住宅賃料は年率2.1%、英国は年率4.4%上昇しました。良好なファンダメンタルズは、今年も賃料がさらに上昇する可能性を示唆しています。

長期保有を志向するコアのビルト・トゥ・レント（BTR）の投資家は、人口動態が良好で、住宅供給圧力が最も高いロケーションに焦点を当てる必要があります。規制の強化は、住宅セクターに対する政治的リスクとなっています。例えば、賃料統制は将来の成長可能性を抑制しますが、テナントの回転率を下げ、賃料収入の確実性と継続性を高めることにより、保有の安全性を向上させます。ESG規制の強化により、既存の住宅在庫の近代化が求められる可能性があり、新たな投資機会を提供する可能性があります。

ユーロ圏住宅価格 VS モーゲージ・レート



出所：OECD、ECB 2023年1月現在

賃貸住宅の伸び率



出所：OECD 2023年1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 LLC が作成した資料をヘアリング・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。

2737876