BARINGS

欧州不動産：回復基調に

欧州不動産四半期リサーチ

2024 年 8 月

24-3726428

要旨

経済

- 高い金利は家計と企業に引き続き重くのしかかるものの、低いインフレ率は実質所得のプラス成長を意味しており、消費者主導の緩やかな回復が依然期待されています。
- 調査データによると、成長見通しは依然として微妙なバランスを保っており、サービス・セクターは堅調である一方、製造業は軟調に推移しています。
- インフレ率の低下は、欧州中央銀行（ECB）が段階的に利下げを開始するという決定を後押ししているものの、現在のところ、年内に実施される利下げはあと2回にとどまると予想されています。

不動産市場

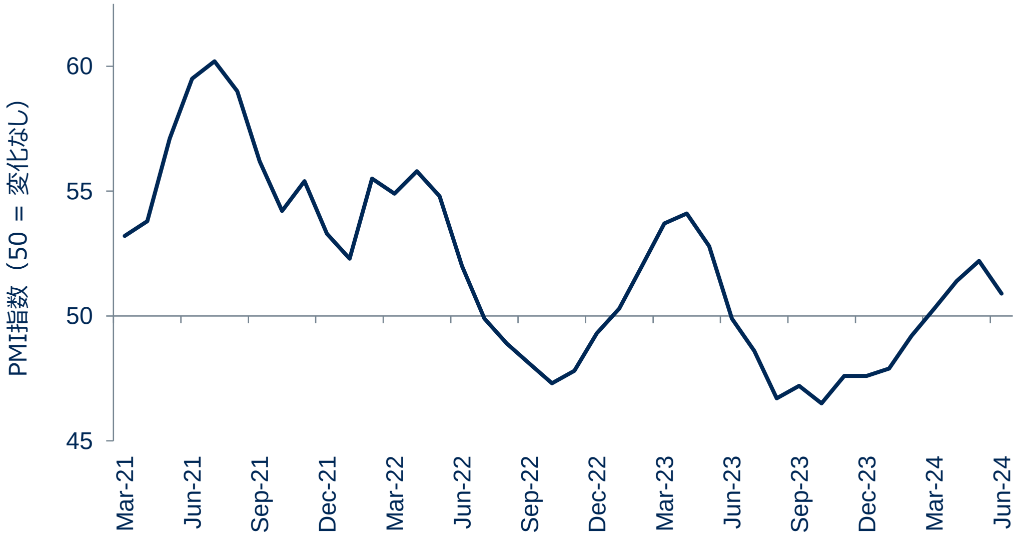
- 不動産市場の回復ペースは、立地や物件タイプによる負債調達ギャップのばらつきに左右されると見ています。オフィス・セクターやドイツ、スウェーデン市場は遅れをとる可能性があります。
- 空室率の上昇と賃貸活動の低迷にもかかわらず、入居者の質への逃避によりプライム・オフィス賃料は依然として上昇しています。
- 実質賃金の上昇やオンライン・コストの上昇、フルフィルメント（受注から配送までの一連の業務全般）に対する不満による消費者のリバウンド、さらに歴史的に低水準の新規開発により、実店舗の需要は下支えされる可能性があるものの、eコマース拡大の逆風には依然として見合っていません。
- 物流セクターの減速は、主にGDPに起因しています。マクロ経済回復の兆しはすでに現れており、入居者の回復はすぐ後に続くと見ています。
- 欧州の住宅価格は金利ショックに著しく強いことが証明されたものの、その一因は労働市場の逼迫と名目賃金の上昇に加え、住宅ローンが固定金利に移行したことにあります。

経済見通し

オックスフォード・エコノミクスによると、ユーロ圏のGDP成長率は、2024年は0.8%、2025年は1.7%まで上昇すると予測しています。高金利は引き続き家計や企業にとって重しとなりますが、短期的には、低いインフレ率は実質所得のプラス成長を意味しています。金融政策と実体経済との間には通常、一定程度のラグがあるため、緩やかな利下げもサポート要因となると思われます。

高頻度の調査データによると、成長見通しは依然として微妙にバランスが取れています。6月のユーロ圏総合購買担当者景気指数（PMI）は50.9となり、好不況の分かれ目である50をわずかに上回ったものの、1年ぶりの高水準を記録した5月の52.2からは低下しました（図1）。好調な観光業に下支えられたと見られるサービス業の堅調な成長（52.8）が、軟調な製造業（45.8）を相殺する形となりました。労働市場は引き続き底堅く推移しており、ユーロ圏の失業率は長期トレンドを大きく下回りました（図4）。

図1: ユーロ圏コンポジットPMI



出所: S&P Global 2024年6月現在

オックスフォード・エコノミクスによると、2023年の観光客の堅調な回復に続き、2024年および2025年にはマドリードやバルセロナ、リスボンのホスピタリティ・セクターにおいて、より緩やかな成長が見込まれると指摘しています。欧州の2大都市であるロンドンとパリは、2024年も景気拡大ペースはほぼ横ばいとなる見通しですが、消費の拡大が来年以降の経済成長を後押しすると思われます。また、以前はロシアのエネルギー価格のインフレと依存度の影響を最も受けていた中東欧の都市が、堅調な回復を見せると指摘しています。

6月のユーロ圏のインフレ率は、前月の年率2.6%から同2.5%に減速しました（図3）。サービス価格が年率4.1%と大幅に上昇したため、エネルギーおよび生鮮食品価格の下落の一部が相殺されました。これにより、欧州中央銀行（ECB）が6月に決定した利下げ開始が下支えされましたが、サービス価格の上昇は懸念材料となると思われます。通常、米国のデータが世界の金融政策の基調を決定付けることから、6月の米国インフレ率の3.0%への低下は好材料となりました。

国内インフレと賃金の下落基調のスピードは、ECBのタカ派的姿勢を抑制するのに十分ではないと思われます。オックスフォード・エコノミクスは現在、年内の追加利下げはおそらく9月と12月の2回のみと予測しています（図3）。

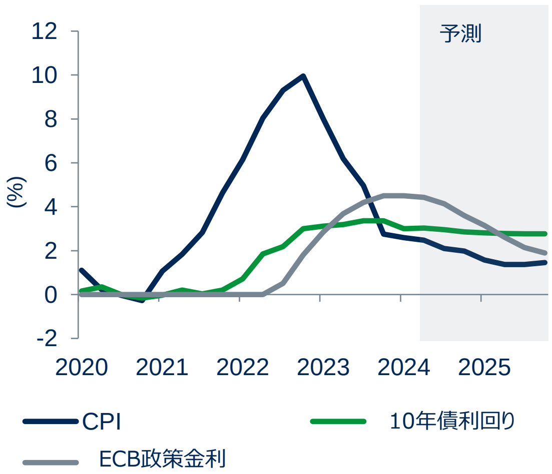
欧州の政治面では、フランスで極右勢力の台頭が阻止されたほか、英国では英議会下院の総選挙で労働党が単独過半数を獲得し、14年にわたる保守党支配に終止符が打たれることとなりました。これは、当局が財政引き締めや、世界の債券市場の不必要な変動を回避するために必要な規律を維持すれば、市場の安定性の面では短期的にはプラスに作用すると見られます。

図2: 国別GDP見通し（%、年率）

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2024–2028
フランス	1.1%	0.9%	1.7%	1.7%	1.4%	1.2%	1.4%
ドイツ	0.0%	0.1%	1.2%	1.8%	1.6%	1.3%	1.2%
イタリア	1.0%	0.8%	1.1%	0.8%	0.3%	0.3%	0.7%
オランダ	0.2%	0.7%	2.2%	1.8%	1.6%	1.6%	1.6%
スペイン	2.5%	2.5%	1.9%	1.6%	1.5%	1.3%	1.8%
スウェーデン	0.1%	1.1%	2.1%	2.3%	2.0%	1.8%	1.9%
英国	0.1%	0.9%	2.0%	1.9%	1.6%	1.6%	1.6%

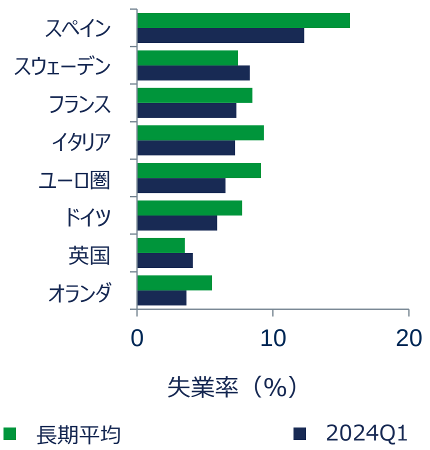
出所: Oxford Economics 2024 年 7 月現在

図3: ユーロ圏のインフレ率と金利の推移



出所: Oxford Economics 2024年7月現在

図4: 欧州不動産市場



出所: Oxford Economics 2024年7月現在

資本市場

欧州不動産市場の取引は今四半期も低調に推移しました。リファイナンスと既存ローンの延長が依然として大半を占めているものの、ローン・コベナンツのひっ迫にもかかわらず、貸し手は柔軟な姿勢を維持しています。貸し手はまた、適切な価格設定とバリュエーションを条件に、新規取得案件への投資意欲を高めています。

コア貸出市場における競争が激化しているため、利用可能なレバレッジが再び上昇し始めており、物流や住宅、データセンターなど、選好されるセクターの優良資産では最大ローン・トゥ・バリュー（LTV）が60%に達しています[1]。チャタム・フィナンシャルのレポートによると、一部の市場におけるプライム物流と住宅案件のマージンは10～15bps縮小し、150bps以下となりました。オフィスのマージンはまだ縮小しておらず、最高クラスの物件で200～250bpsと高止まりしています。コアプラスのローンを提供するノンバンクの貸し手は、はるかに高いマージンを請求することが可能となっています。

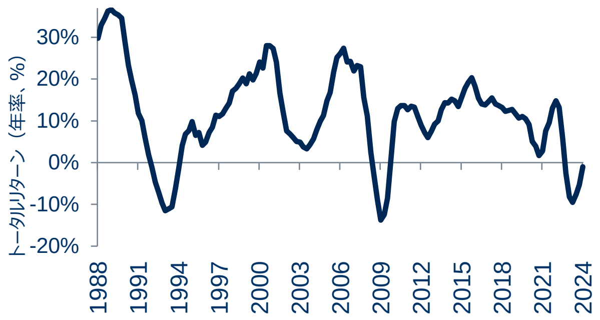
昨年夏のインフレと金利変動のピーク時に、不動産サイクルの谷は過ぎ去りました（図5）。複数回の急激な利下げへの期待は後退しているものの金利低下基調に変わりはなく、資本価値の最大下落は過去のものとなっています。取引は2024年後半に徐々に復活すると思われますが、資本が特定のセクターに過度に集中しているため、適切な案件の不足が取引の流れを制約する可能性があります。

プライム物件の利回りは過去2年半で3.5%から5.0%に上昇しました（図6）。CBREによると、2024年第2四半期に利回りに大きな変動はなく、価格は安定傾向にあります。賃料の上昇によるプラスの影響を除くと、プライム物件の利回りへのマイナスの影響は、-40%となったオフィスで最も顕著であり、次いで-30%の物流、-15%のショッピングセンターおよび学生寮となっています。

不動産サイクルの成長局面への移行は、消費の増加や入居者の活動の活発化、良質な住宅への供給圧力の強化に支えられた景気の回復によって下支えされています。賃料のプラス成長と緩やかな金利低下が相まって、利回りの低下はほとんど見られず、不動産の収益見通しは高まっています。

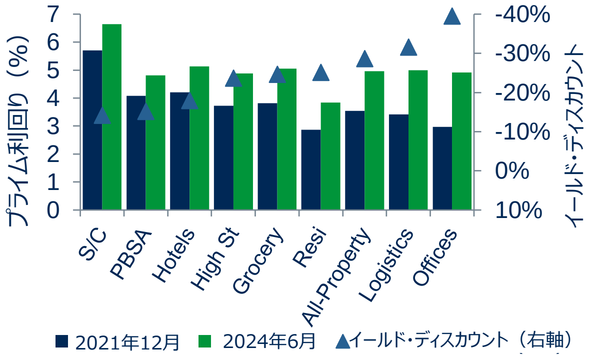
回復のペースは、立地と物件タイプによるデット・ファンディング・ギャップ（DFG）のばらつきに左右されると見られます（図7）。資産別では、オフィスがDFGの約半分を占めており、ドイツとスウェーデンも同程度の遅れをとる可能性があります。物流は、スペインや英国と同様比較的支障がないと見られており、回復もより早期となる可能性があります。

図5: 欧州の不動産サイクル



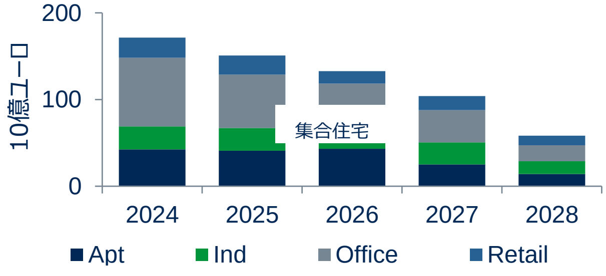
出所：CBRE、C&W　2024年7月現在

図6: 欧州のプライム利回り



出所：CBRE　2024年6月現在

図7: 欧州の債券の満期の壁



出所：MSCI、Barings　2024年4月現在

[1] 出所：Chatham Financial　2024年7月現在

不動産市場

オフィス・セクター

クッシュマン＆ウェイクフィールドの欧州におけるオフィス空室率は、2024年に入ってからも上昇を続け、8.6%となりました。長期平均をわずかに上回ったに過ぎず、オフィスを取り巻くネガティブなニュースの数々を考慮すると、同セクターの底堅さが際立っていることが示されています。建設中のスペースである新規供給総面積は1,100万平方メートル弱で、総ストックの4.5%に相当します。これは、前四半期比で-5%、前年同期比で-10%となっています。

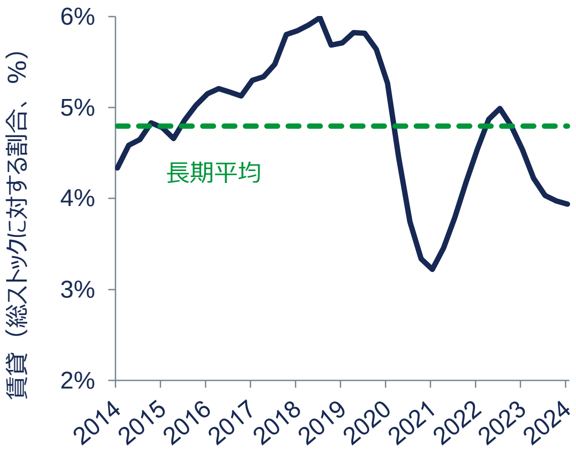
2024年第1四半期の賃貸活動は停滞し、前四半期比で15%以上減少し、長期平均を20%下回りました（図8）。スペインでは、堅調な経済により欧州全体の不振にも関わらず、賃貸活動は前四半期比30%増加しました。

デベロッパーの市場環境は依然として厳しい状況となっています。サヴィルズによると、オフィスの建設コストはパンデミック以降50%以上上昇しており、労働力不足のため完成まで長期間を要しており、貸し手は投機的なオフィス計画に対して極めて慎重な姿勢を示しています。規制面では、ホールライフカーボン計画政策の強化や間近に迫ったESG規制により、入居者のプレリースや大規模な改修済みストックへのシフトが進んでいます。新築、「グリーン」および最新のスペースの供給は、質を追求する入居者の動向合わせるために苦戦が続くと思われます。

JLLによると、中心業務地区（CBD）は依然としてオフィスデベロッパーの中心であり、現在建設中のスペースの約80%を占めています。CBD以外の立地では、在宅勤務の増加によるオフィス需要の純減の影響を最も受けると予想されています。都心部の老朽化したオフィスを住宅やホテルに再利用する動きが活発化している一方、周辺部には学生寮に適した立地もあります。

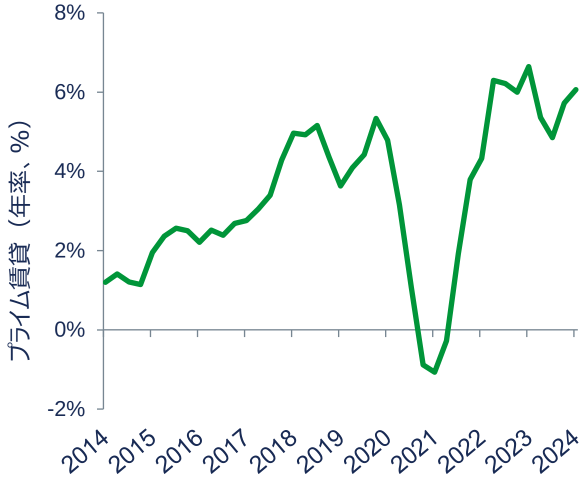
空室率が上昇し、テナント募集は依然として低調であるにもかかわらず、入居者の「質への逃避」の動きにより、2024年第1四半期にプライム賃貸の成長ペースが再び上昇し、年率6%超となりました（図9）。これは現在、陳腐化が加速し、空室率が上昇し、賃料が下落している質が低く老朽化したスペースとは対照的となっています。今日、プライムオフィスの定義は、建物の仕様や持続可能性、アメニティだけでなく、交通の利便性や近隣のレジャー施設および小売店の充実度にも及んでいます。

図8: 欧州オフィス・セクターのテイクアップ



出所: Cushman & Wakefield 2024 年 6 月現在

図9: 欧州のプライム・オフィスの賃料



出所: Cushman & Wakefield 2024 年 6 月現在

不動産市場

小売りセクター

実質可処分所得の伸びは、過去20年間で+0.73の相関を有する実質個人消費の主な原動力となっています（図10）。昨年、インフレ率の上昇スピードが緩和し始めると、消費は回復基調となりました。この傾向は2024年まで続き、インフレ率はECBの目標である2%に向かって緩やかに推移し、賃金上昇率は物価上昇率を上回っています。予想される金利引き下げは若干の下支えとなりますが、通常、高い金利は貯蓄性向を高めるため、支出は減少します。

ユーロ圏の5月の小売売上高は、年率0.3%増と3ヶ月連続でプラスとなりました[2]。依然として低調ではあるものの、2021年のパンデミック再発の落ち着きと生活費危機の兆候に伴う長期的な落ち込みを経て改善しました。不動産投資家の実店舗再興に対する期待は、依然として強いものがあります。

2023年の観光客数は、最高級の観光スポットでは増加したものの、それに次ぐ立地では引き続き低迷しています。最高の立地では競争力のある賃貸条件と賃料の伸びが確認されますが、それ以外の立地では、最小必要人数の減少、店舗提供の縮小および店頭在庫水準の低下が特徴的となっています。

そのため、小売業者の需要は、一流都市の一等地や選別された優位性のある場所にあるショッピングセンター、世界的な観光スポットなどに集中しています。空室率は域内全体では引き続き上昇しているものの、一流都市では低下しています。

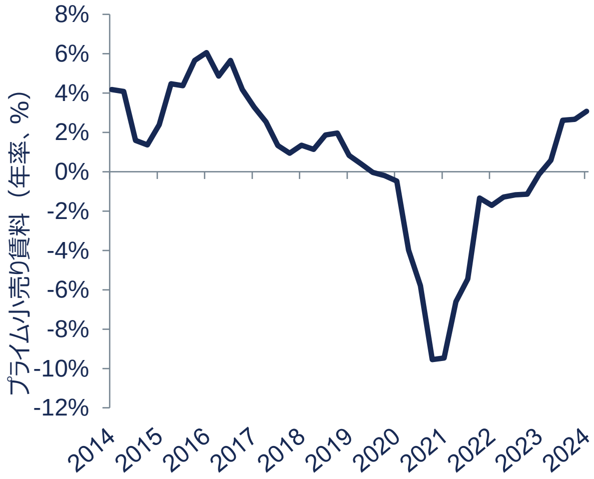
パンデミック期に急落したプライム小売りの賃料は、2024年第1四半期までの12ヶ月間で約3%上昇し、現在も成長を続けています（図11）。これはオフィスと物流に遅行しているものの、プライム賃料は現在この2倍のペースで伸びています。

小売りセクターを強気に見ている投資家は、実質賃金の伸びが消費を下支えしていることや、オンライン・コストの上昇、顧客対応への不満、さらに歴史的に新規開発が少ないことから、質の高い近代的なスペースをめぐる小売業者の競争が激化する可能性があると見ています。これは、恐らくトップクラスの小売り企業にとっては真実であるものの、eコマースの継続的な拡大が引き続き実店舗に重くのしかかっていると見ています。

図10: 実質所得 VS 消費

出所: Oxford Economics 2024年7月現在

図11: プライム賃貸の賃料の伸び率



出所: Cushman & Wakefield 2024年6月現在

[2] 出所: Eurostat 2024年6月現在

不動産市場

資本財セクター

サヴィルズのレポートによると、2023年の欧州の物流セクターのテイクアップは2,880万平方メートルとなり、前年比25%近く減少したものの、パンデミック前の水準を10%近く上回りました（図12）。2024年第1四半期の賃貸面積はわずか620万平方メートルで、市場は入居者の動向の回復を待っています。

同セクターの減速は、主としてGDP主導によるものでした。マクロ経済回復の兆しは間もなく現れ、消費と投資が主な成長ドライバーとなると見られています。消費の増加により、資本財セクターの入居者の動向が活発化すると思われます。

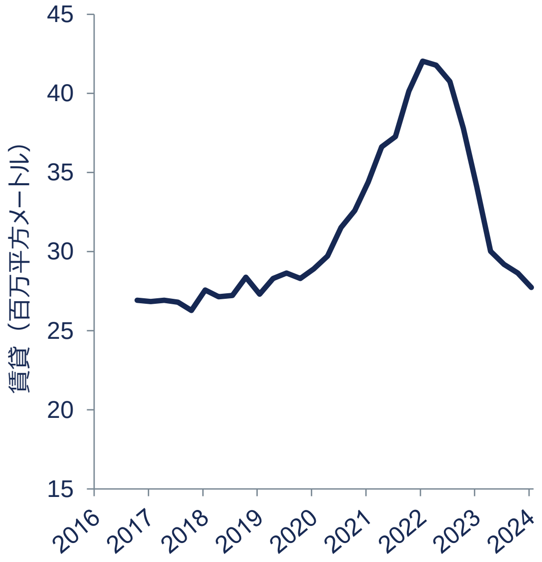
高い金利は入居者の減速を増幅させ、企業は大型のビルド・トゥ・スーツ（BTS）スキームの資金調達に苦戦しています。英国ではすでに、同市場が新たな活況を見せています。欧州の他の地域でも、融資へのアクセスが改善され、貸し手が企業の不動産取引に再び前向きになっていることから、比較的早期にこれに追随すると予想されます。

サヴィルズによると、欧州の平均空室率は、2024年第1四半期に約50bps、過去2年間で約200bps上昇し、5.9%となりました（図13）。空室率は、マドリードとポーランドでは10%超の2桁を示していますが、ダブリンやプラハ、デンマークでは2.5%を下回るなど、状況は大きく異なっています。

JLLによると、新規着工件数は現在、過去10年間で最低水準となっています。計画の厳格化、建設コストの上昇、デベロッパーおよび貸し手の制約により、パイプラインは限定的であることから、空室率はまもなく再び下がり始めると思われます。

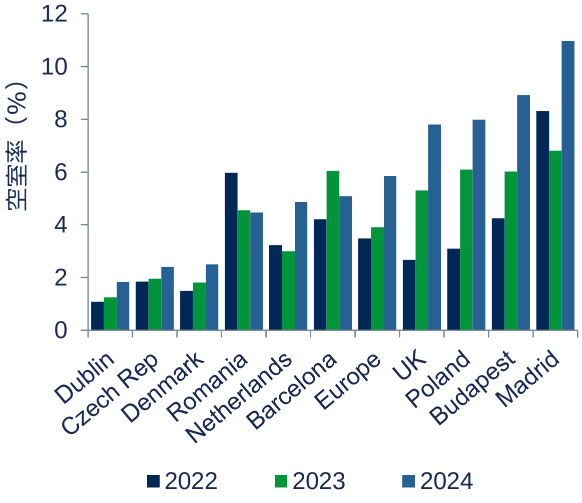
賃貸需要の低迷と空室率の上昇にもかかわらず、賃料は依然として上昇しており、クッシュマン＆ウェイクフィールドによると、2024年第1四半期のプライム物流の賃料は年率6.6%上昇しています。成長率は1年前に比べて半減したものの、近代的なスペースが慢性的に不足しているため、最高クラスのスペースの賃料には引き続き相当な勢いが確認されます。

図12: 資本財セクターのテイクアップ



出所: Savills 2024年6月現在

図13: 空室率



出所: Savills 2024 年 6 月現在

不動産市場

住宅セクター

欧州の "生活 "不動産セクターは、計画プロセスの長期化や高い建設コストに制約されるデベロッパー、開発資金の不足により、構造的な供給不足がますます顕著になっています。このため、今後数年間は賃料にさらなる上昇圧力がかかると思われます。

住宅需要は、人口動態の傾向が最も良好な、初めて住宅を購入する層と賃貸する層となる25～44歳の年齢層において、最も堅調に推移すると思われます（図14）。

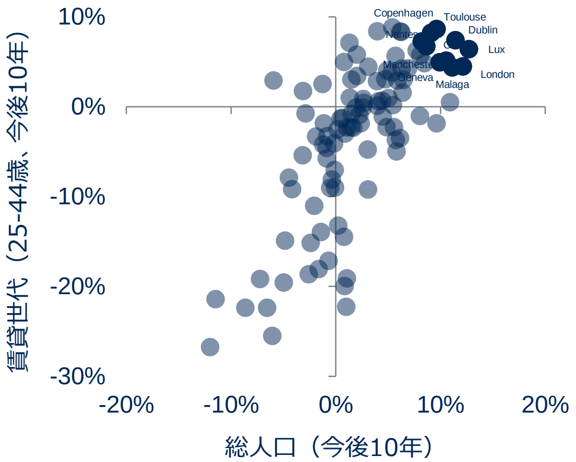
足元数年の金利の高騰により、住宅ローンの支払いに比べて家賃が手頃となったため、賃貸ストックにさらなる需要圧力をかけています。家賃規制強化の脅威にもかかわらず、賃貸住宅の成長見通しは依然として明るいものとなっています。

欧州の住宅価格は、金利上昇に直面して際立って底堅いことが証明されました。これは、一部には労働市場の逼迫と名目賃金の上昇によりますが、各国が住宅ローンを変動金利から固定金利へ移行していることも寄与しています（図15）。継続的な賃金上昇、住宅ローン金利の低下、長期的な需給不均衡の継続が見込まれることから、実質住宅価格はさらに上昇する可能性が高いと見られています。

質の高い賃貸物件の開発拡大の必要性について、欧州全体で依然として議論の余地はありません。深刻なストック不足により、賃借人が既存の物件に長期間住み続ける理由をある程度説明しています。例えば、英国のナイト・フランクによれば、同じ住所に5年以上住んでいる賃借人は30%を超え、10年前の約20%から増加しています。テナントの回転が減少することで、キャッシュフローが円滑となり、大規模な機関投資家にとって同セクターに対する投資の魅力度が増しています。

欧州の学生の数が学生専用宿泊施設（PBSA）の供給数を依然として上回っています。JLLの「欧州のPBSA：未来への投資」レポートによると、現在300万床不足している状況は、今後5年間で不足幅が20万床拡大すると見られています。予測される需要に見合うためには、現在の民間PBSAストックである80万床を4倍に増やす必要があります。このようなコアの未充足の需要は、4,500億ユーロの潜在的な投資機会を意味しています。

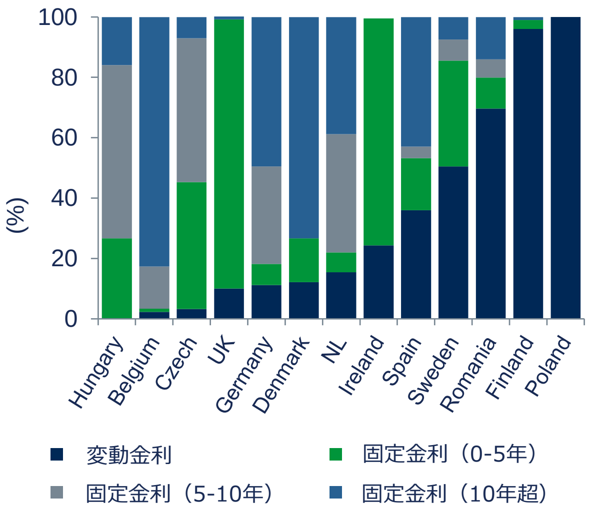
図14: 欧州人口予測



＊*欧州の都市トップ*100*

出所: Oxford Economics 2024年6月現在

図15: 住宅ローンの固定金利 VS 変動金利



出所: European Mortgage Federation、OECD Working Paper No 1693 2019年現在

リサーチ・チームについて

ベアリングス不動産リサーチ・チームは、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おり、より良い意思決定に資するデータの収集、補強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 (Barings 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 Sàrl, 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、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。

3787097