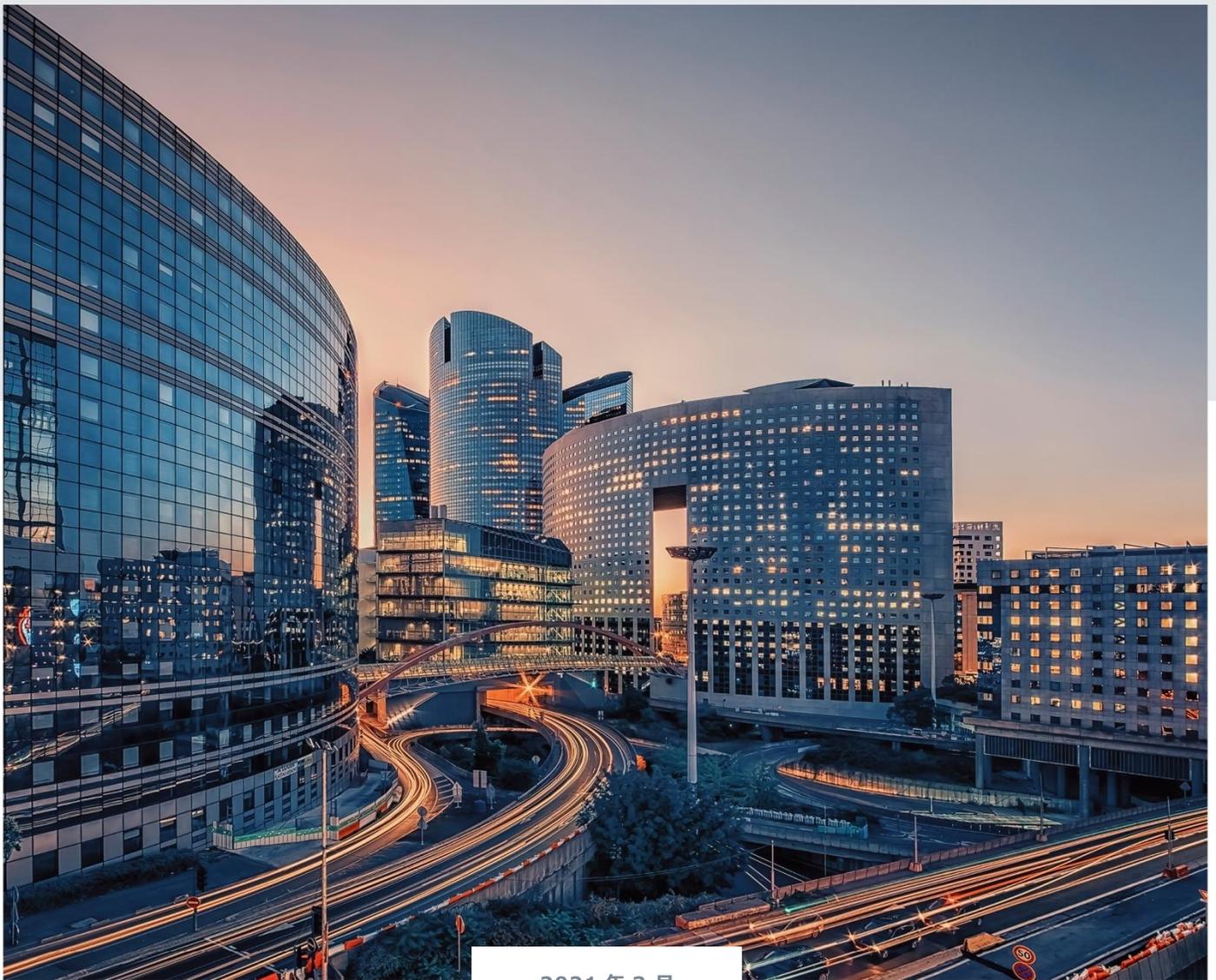


# BARINGS

## COVID 収束後、 オフィスは最も有力な投資機会を齎すか

欧州不動産四半期リサーチ



2021年3月

21-1500587

## 要旨

### 経済

- 現在各国において行われているロックダウン規制により、経済回復はやや後ろ倒しとなるものと思料される一方、少なくとも現時点においては、新型コロナウイルスのワクチン接種開始に伴う楽観論が出始めている。
- 2021年下半期の経済見通しは現在までに大幅に改善したものの、変異型ウイルスおよび新規感染者数の増加に対する懸念、またはそれによるワクチンの有効性への影響度に対するダウンサイド・リスクも存在。
- 極めて緩和的な金融政策および財政刺激策に加え、パンデミックにより深刻な打撃を受けた国々に対する欧州復興基金からの追加支援は、回復の継続を支援するものとなる。

### 不動産市場

- パンデミックは、不動産市場に存在した幾つかのトレンドを加速させ、物流および住宅は最も隆盛なセクターとなる一方で、小売りおよびホテルは困難に直面するセクターとなった。未だ多くのオフィス・ワーカーが在宅勤務を余儀なくされる状況にあって、オフィスは見通しが最も定まらないセクターとなった。
- 不動産投資家および貸し手のリスク許容度は低下し、セクター毎のエクスポージャーおよび資産の質に対し選択的な姿勢を鮮明にしている。斯かるトレンドが、2021年またはそれ以降のセクター毎の価格見通しに大きな要素となる。
- 超低金利による膨大なサポートおよび比類なき財政支援に下支えされる形で、コア不動産価格はパンデミック状況下にあっても総じて堅調に推移してきたものの、それは構造的要因（人口動態および需給動向）が依然として好調であるロケーションに限られる。

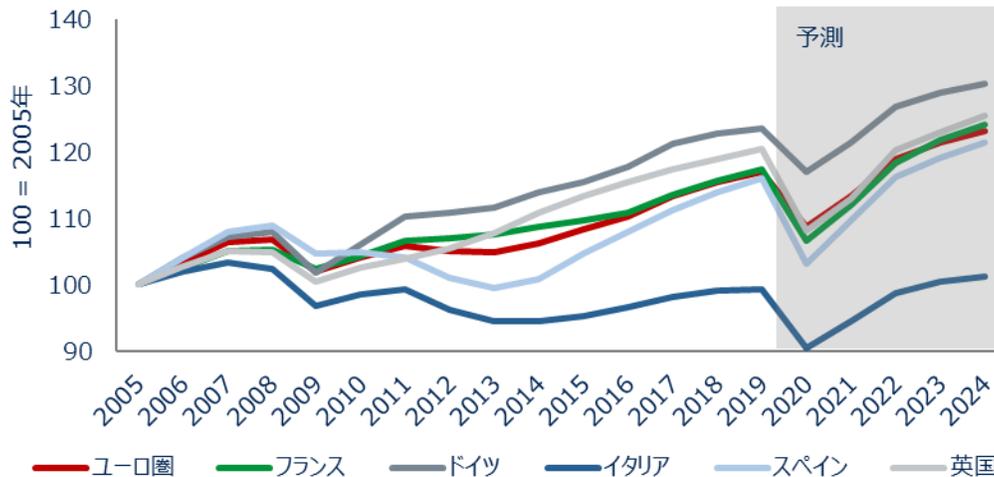
## 経済見通し

ロックダウン規制の緩和を受けて台頭した昨秋初頭の楽観的な見方は、感染率の再上昇に対応し、医療サービスの逼迫を防ぐべく、第4四半期を通じ各国政府が厳しいロックダウン規制の導入を余儀なくされたことにより、あっという間に消滅した。未だ新規感染者数が高止まりし、医療サービスが極度のプレッシャーに晒される状況下において、結果的に回復を後押しするであろう斯かる諸規制が、2021年第1四半期を通じて継続されることが予想されるものの、前回のロックダウンとの決定的な違いは、現在はワクチン接種が可能となったことであろう。ワクチン接種プログラムが成功裏に導入され、その普及が順調に進むと仮定すれば、経済状況は早期に正常化し始め、地域経済および不動産市場は2021年半ばまでには回復の道筋を辿り始めることが期待される。

前回のロックダウンの教訓を生かすことで、今次ロックダウンによる経済的損失は幾分縮小されることが期待される。概ね、企業はロックダウンに対する備えが整っており、サプライチェーンも回復していることから、ベース効果が働くことが予想される。サービス部門（特に既に大幅な弱体化を余儀なくされた小売りおよびホテル・セクター）が再び今次規制の影響に晒されるのに対し、製造業セクターは、今次もより高い耐性を示すものと思料される。短期的には、やはり製造基盤が大きく、財政支援の恩恵を受ける余地を残す産業は、より良好なパフォーマンスを示すであろう。長期的な回復は、パンデミックの影響の大きさに大きく左右されるものの、欧州復興基金は、最も深刻な打撃を受けた経済に対しては追加的な支援の手を差し伸べることとなろう。

過去1年間の労働市場動向は、政府が雇用維持制度によって（これまでのところ）失業率の急上昇を未然に防いでいることにより、ユーロ圏の失業率は、2020年初頭において7.3%であったのに対し、同11月には8.3%と推定され、厳しい経済実態を反映するに至っていない。政府の支援制度が廃止され、企業倒産件数が増加するにつれ、2021年を通じて一時的な失業率の上昇が見込まれるものの、斯かる上昇圧力の一部は、健全なファンダメンタルを有し倒産を免れる企業や、対象を絞った財政支援策へのアクセスによって回避されることとなろう。

経済成長予測



出所: Oxford Economics 2021年1月現在

## 経済見通し

短期的なダウンサイド・リスクは、感染ペースの加速、またはワクチンの有効性に影響を与える可能性のあるウイルスの更なる変異化を始め、恒久的な経済的影響度に関する懸念が主だったものであろう。他方、確率はやや低いかもしれないが、抑制されてきた需要が解放され、現在の高い家計貯蓄水準が取り崩されることにより、消費が急回復するアップサイド・リスクもある。その場合は、雇用の自律的回復サイクルに弾みをつけ、進行中の超低金利状況および政府による数多くの景気刺激策により拡大した投資ブームを引き起こす可能性がある。

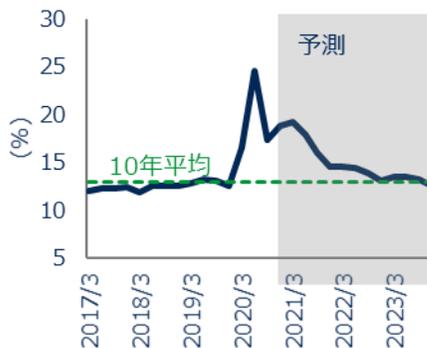
オックスフォード・エコノミクスに拠れば、2020年ユーロ圏におけるGDPは-7.1%の縮小、2021年は+4.2%に増加し、2022年初頭までにはパンデミック以前の経済水準に戻ることを予測している。インフレ期待は目標を遙かに下回っており、欧州中央銀行は、当面の間、超緩和的な金融政策を取り続けることとなる。財政による景気刺激策も引き続き支援材料となるものの、景気回復が鮮明となる前にその規模を縮小し始めるダウンサイド・リスクは残る。

### 国別GDP予測（%、1年）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2020-24
ユーロ圏	1.3%	-7.1%	4.2%	4.9%	2.2%	1.4%	1.0%
フランス	1.5%	-9.1%	5.1%	5.6%	2.8%	2.0%	1.1%
ドイツ	0.6%	-5.3%	3.8%	4.5%	1.6%	1.0%	1.0%
イタリア	0.3%	-9.0%	4.5%	4.5%	1.8%	0.7%	0.4%
スペイン	2.0%	-11.1%	6.3%	5.9%	2.6%	1.9%	0.9%
英国	1.4%	-10.3%	4.5%	6.4%	2.3%	2.0%	0.8%

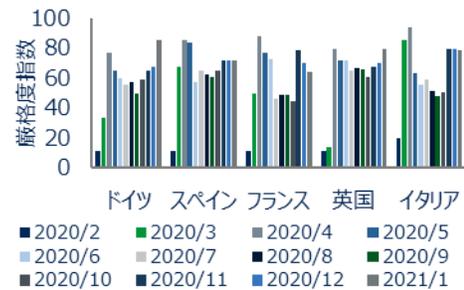
出所: Oxford Economics 2021年1月現在 (NB: 2020 = 予想値)

### 家計貯蓄率



出所: Oxford Economics 2021年1月現在

### 新型コロナウイルスに対する政府の対策：厳格度指数



出所: Oxford COVID-19 Government Response Tracker, Blavatnik School of Government 2021年1月19日現在

### インフレ見通し



出所: Oxford Economics 2021年1月現在

## 資本市場

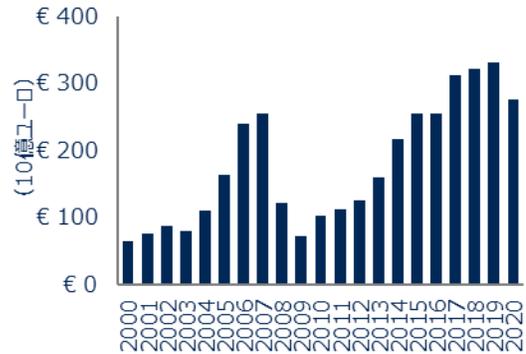
CBRE に拠れば、2020年の欧州商業用不動産市場への新規年間投資総額は2,750億ユーロとなり、2019年の水準を僅か17%下回る水準に留まったことは驚くべきことといえよう。国別の投資額を見ると、ドイツが最も流動性の高い市場となり、2019年比、僅か5%の減少に留まる793億ユーロに達したのに対し、イギリスおよびフランスはそれぞれ458億ユーロ（前年比-25%）および290億ユーロ（同-39%）に減少した。

深刻な景気低迷および賃料見通しの悪化にもかかわらず、コア不動産価格は、超低金利による膨大なサポートおよび前例のない財政支援策に下支えされ、パンデミックを通じて堅調に推移している。しかし、これは、構造的要因（人口動態および需給動向）が依然として良好である場合にのみ当て嵌まるものである。2020年の商業用不動産のセクター別資本フロー、REITの価格水準および物件の利回りの変化から明らかになったことは、不動産市場に存在した幾つかのトレンドが、各不動産セクターおよびローカル市場に亘り、様々な形で加速したことである。斯かる長期的なバリュエーションに影響を与える諸要素は、2021年またはそれ以降も、価格見通しおよび相対的パフォーマンスを決定するものとなる。

不動産投資家および貸し手のリスク許容度の低下は、セクター毎のエクスポージャーおよび資産の質に対し、選択的な姿勢を鮮明にしていること意味する。物流セクターにおける借入れは総じて安定した状態が維持されたが、小売りセクターに対するリスクの高まりを受け、以前は「プライム」と考えられていた多くの小売り案件に対するファイナンスはもはや難しいものと考えられる。先行き不透明感のあるオフィス・セクターについては、在宅勤務体制の継続に対する懸念から、貸し手はロンドン、パリ、ミラノ、フランクフルト及び北欧のトップ・ティア都市への選好性を高める一方、他の地域に対しては低下させている。

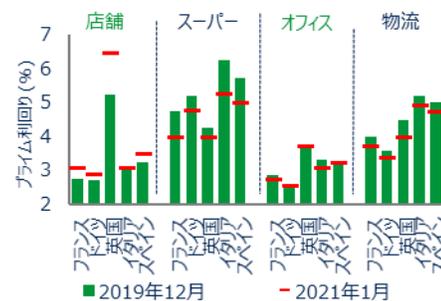
新型コロナウイルスが商業用不動産市場に与える影響は、当資産クラスの魅力を損なうものではないようだ。2021年の最新「INREV投資調査」においては、年内最低でも646億ユーロがグローバル不動産市場に投下されると見積っており、依然として十分なドライパウダーが投資を待っている状況にある。オフィス、産業および住宅セクターは、引き続き投資家が選好するセクターとして上位を占めているが、小売りセクターは5位に順位を落としている。しかし、本年、顕著な変化は、リスク・オフ・モードに転じたリスク・テイク姿勢であり、現在ではコア戦略がより支持を集めている。

欧州商業用不動産投資総額



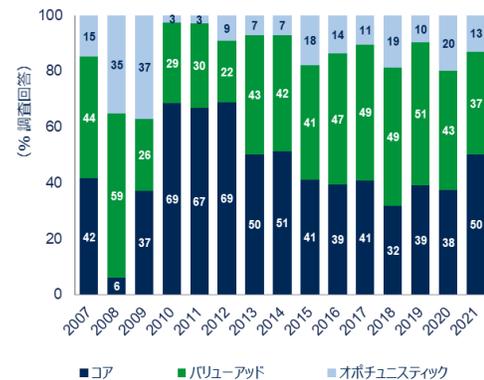
出所: CBRE 2021年1月現在

プライム不動産の利回り



出所: CBRE 2021年1月現在

欧州商業用不動産投資家性向



出所: ANREV/INREV/PREA Investment Intentions Survey 2021. 2021年1月現在

## 不動産市場

### オフィス・セクター

昨年（2019年）はオフィス市場にとって厳しいものとなった。2020年を通じて、従業員はその多くの時間を在宅にて勤務することを余儀なくされたことにより、企業は現在および将来に亘るオフィス・スペースのニーズにつき再考するようになった。企業の新たなスペースを求める需要は後退し、新規契約数は低迷、第3四半期の新規貸付面積は前年同期比で約55%減となった。

物理的稼働状況は一般的な稼働率の一部にすぎないが、市場の空室率は6%を僅かに上回る水準（2020年第3四半期）に留まっており、過去10年の平均値である約8.5%を依然として大きく下回るものの、需要低迷および新規竣工数の増加により、空室率は上昇圧力に晒されている。

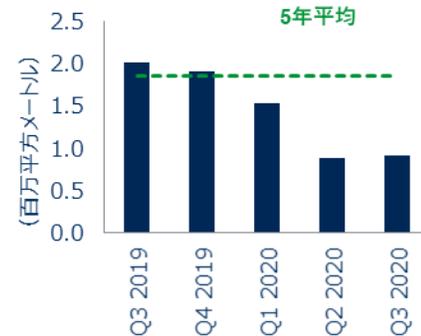
弊社は今後も在宅勤務はなくなるものとは予想しているが、アグレッシブな事業スペース規模の縮小は見直されることとなろう。最近の調査結果によると、従業員は、在宅勤務に対する満足度が低く、モチベーションの低下、仕事の中断および健康上の問題が注目される中、概ね半数近くの従業員がその在宅勤務に否定的な見解を持っている。雇用主側としては、慎重に構築してきた企業イメージおよび文化が蝕まれることや、従業員の採用および研修の難しさに直面している。企業は、最終損益において然程甚大な要素とならないオフィス・スペースに対するコスト削減がそれに値するか決定を迫られる。

従業員がオフィス勤務に戻る場合、企業は健康および安全への配慮により、設備の質の向上および「オフィス勤務日」における生産性の向上と従業員間の協働のためスペースにゆとりを持たせたレイアウトを選好することが予想される。質への逃避は、セカンド・ティアのオフィスの陳腐化を加速させ、長期的には斯かるセクターに対する要求リターン水準が上昇することとなろう。

銀行による貸出は、主に広範に亘る企業の回復に向けられており、現在のところ、金融恐慌後導入された規制（例：バーゼルIII）により齎された開発案件に対するファイナンス不足は解消されることはなからう。これは、欧州のほぼ全ての都市において、既に顕著である近代的オフィスの不足が慢性化する可能性が高いことを示唆しており、中長期的に欧州

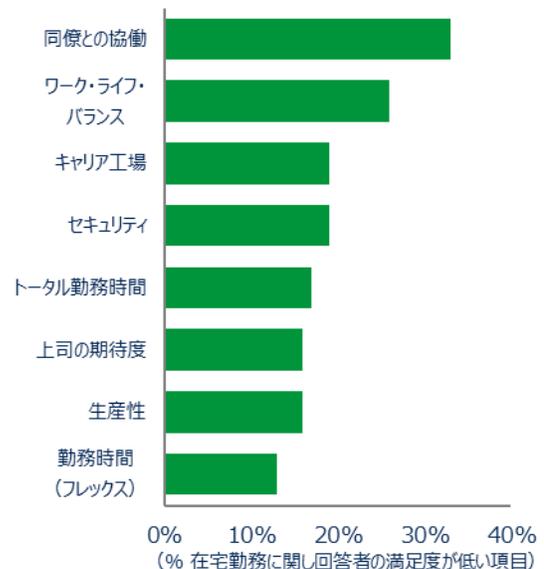
におけるグレードAオフィスの賃料が堅調に推移する図式が成り立っている。

### 欧州におけるオフィスの新規貸付面積



出所: Cushman & Wakefield 2020年9月末現在

### 在宅勤務の仕事満足度



出所: Pew Research Center 2020年12月9日現在

## 不動産市場

### 小売りセクター

小売りセクターは依然として厳しい状況が続く。ユーロ圏の小売売上高は、第一波時のロックダウン規制緩和後は回復の兆しを見せたが（2020年8月、前年同期比4.3%増）、今次より厳しいロックダウンの再導入により再び減速に転じている（2020年11月、前年同期比2.9%減）。販売上重要性の高いクリスマス商戦期間に深刻な混乱が生じたことにより、小売りセクターの命運は、政府の支援範囲および既に大幅に引き上げられている信用枠を銀行が猶予するかにかかっている。

現在、苦境に立たされている小売りセクターにあって、唯一の例外は生鮮食料品小売業である。同業界は、ロックダウンにより生活必需品に対する支出が拡大し、また大幅な営業制限を免れたこともあり、危機の中にあっても恩恵を受けた。同時に、同業界は、低利益率及び高配送コストであるものの、インターネット販売による柔軟性も広く認識される結果となった。販売高は増加しても利益は低下するというパラドックスは、今後も事業運営上の課題である。高度に自動化された配送専用のオンライン食品業者であるOcado社ですら、過去3～4年間に亘って赤字となっている。

生活必需品販売以外の小売り業者は、一時的な店舗閉鎖を余儀なくされ、既に直面してきたキャッシュフロー上の問題は更に悪化していることから、短期的に引き続き厳しい状況が継続することは明らかであり、家主にとって賃料回収は極めて困難となろう。低い消費者信頼感指数および厳しい雇用環境に鑑み、裁量消費支出も当面低下するだろう。ロックダウン規制が緩和され、消費者信頼感が回復すれば、家計はロックダウン期間中積み上げてきた貯蓄を消費に回すことを選択し、大型の消費ブームが起こる可能性もある。

欧州の小売り売上 VS 消費者信頼感



出所: Eurostat 2021年1月現在

## 不動産市場

### 産業セクター

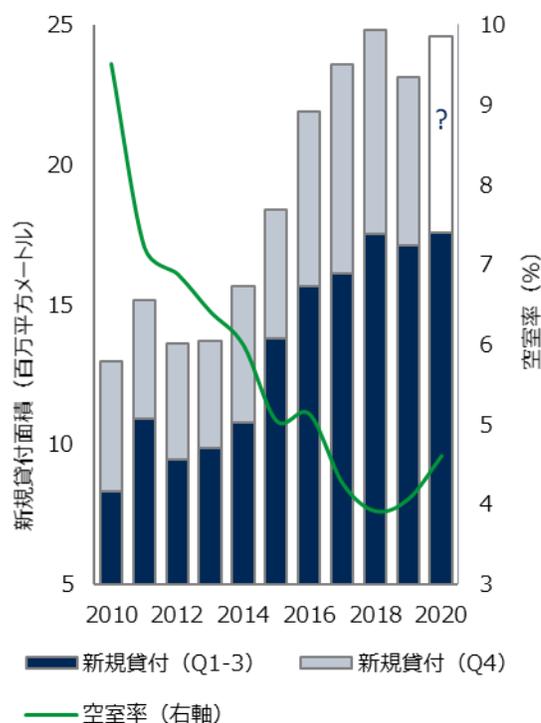
GDPの減少は、経済社会における物品の流通速度の低下を意味し、典型的には在庫スペースに対する借り手の需要減少が予想される。しかし、パンデミックを通じこのような事態は起きていない。加速化するオンライン販売を含む構造的な拡大は、今日の循環的な景気後退を補って余りあるものであったからだ。

同セクターの新規契約数は活況を呈し、BNP Paribas Real Estate（以下「BNPPRE」）においては、欧州6ヶ国の主要市場における2020年初からの9ヶ月間の新規貸付面積が、前年同期比7%増となった。特に、イギリスおよびポーランド市場における新規貸付面積は、それぞれ57%および48%増となったことは注目に値する。供給は逼迫しており、BNPPREは、新規開発は依然として借り手の需要を満たすには十分ではないと指摘している。

経済状況と各不動産市場の堅強なファンダメンタルズとの乖離は、産業セクターにおけるプライム物件の賃料が前年同期比において年率3%上昇している（2020年第3四半期）ことでも明らかである。

同セクターの先行き見通しも極めて良好である。家計がロックダウン期間中に溜め込んだ貯蓄を取り崩すことに対する不安が払拭され、家計支出が増加すれば、都市部の物流需要を押し上げることになる。長期的には、引き続きパンデミックの恩恵を受けることが予想される。また、同セクターは、世界的な貿易摩擦激化の可能性、サプライチェーンの脆弱性への懸念、および生産拠点の東から西への回帰の可能性等の将来的需要を支える上でも恩恵を受けるであろう。

欧州物流セクターの需給



出所: CBRE 2020年11月現在

## 不動産市場

### 住宅セクター

驚くべきことに、危機に直面しても尚、その間を通じて住宅価格は上昇したが、その水準は1桁の前半から中盤に留まる緩やかなものとなった。このように、経済と住宅市場の先行きが乖離している状況は、パンデミックにより住宅に対する需要が再評価されたことが一因であるが、より大きな要素となったのは、財政政策（雇用維持、住宅ローン支払い猶予、譲渡税の一部免除）および金融緩和政策（超低金利）のペースおよび規模であろう。

2021年において、ワクチン接種の進捗状況およびその有効性は、短期的な住宅市場の見通しに極めて重要である。住宅支援策（減税）および雇用支援の巻き戻しが同時に行われれば、失策となるリスクは高まるものと思料される。政府が住宅価格下落による二次的な経済的影響を十分に認識している場合は、大きな価格修正は起こらないであろう。

住宅市場にはアップサイド・リスクへのシナリオも存在する。パンデミックによる家計貯蓄の急増は、主としてより裕福な世帯において蓄積されているとの見解もあり、「ロックダウンされた財」は単なる消費ブームに火をつけ浪費されるよりも、住宅を含む資産に向けられる可能性が高いことを意味する。

欧州住宅価格成長率 VS GDP



出所: Eurostat, Oxford Economics 2021年1月現在

## 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、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.

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き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。

Complied (東京):2021 年 3 月 9 日 M20211Q38

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 140045 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.