

BARINGS

地政学的懸念にもかかわらず、 欧州不動産には投資機会が存在

欧州不動産四半期リサーチ



2022年5月

要旨

経済

- ロシア・ウクライナ紛争に起因するユーロ圏経済の成長見通しに対する不確実性は依然として高く、インフレや個人消費、企業投資にマイナスの影響を及ぼす懸念が生じています。
- 他国の中央銀行と同様、欧州中央銀行（ECB）は紛争による経済的逆風にもかかわらず、インフレ抑制を優先しています。

不動産市場

- ウクライナ紛争の期間とそれが世界に及ぼすマクロ経済的影響は、市場価格の見通しを判断する上で引き続き重要ですが、現在の拡大した不動産利回りスプレッドによりその影響が緩和されると思料されます。
- 企業が自社スペースの適合性を監査し、従業員の健康増進と持続可能性のベンチマークを満たすことができる、より質の高いビルにテナントが賃料を支払うという新しい市場コンセンサスが試されることになると思料されます。
- パンデミックからの小売り営業の再開や不動産投資家の関心の再燃にもかかわらず、実店舗は依然としてテクニカル面における逆風にさらされています。
- 賃料が大幅に上昇するまで、物流用地価格と開発コストの上昇により、急増する物流セクターの需要に対応可能である範囲には上限があると思料されます。
- 住宅購入には多額の頭金が必要なため、物件購入者数は引き続き低位に留まると見えています。住宅購買力の低下により将来の賃貸需要は持続的に高まるものと思料されます。

経済見通し

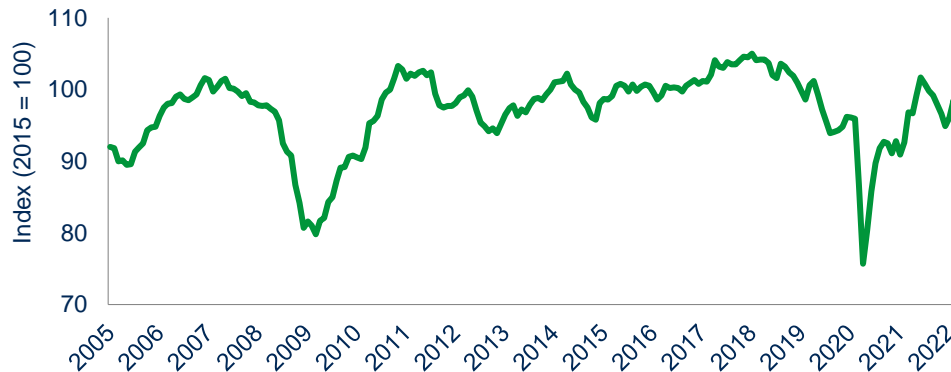
3月のユーロ圏の総合購買担当者景気指数（PMI）は54.9となり、2月の55.5から低下しました。これはインフレの影響もありますが、ウクライナ紛争の悪影響と、欧州のサービス部門、特に観光および接客業に対する、新型コロナウイルスによる制限措置の解除により一部相殺されたことを反映しています。

ユーロ圏のインフレ率は3月に7.5%と過去最高を記録したものの、投入コストの販売価格への転嫁が前例のない水準で上昇しているため、さらに長期化する可能性が高いと見られます。インフレ率上昇の主な要因は、欧州への総供給量の約4割を占めるロシア産ガスへの依存度が高いことによるエネルギー価格の高騰です。輸出志向は高いもののエネルギー輸入依存度の高いドイツでは、2月に98.9だった3月のIFO企業景況感指数が90.8と14ヶ月ぶりに低下するなど、成長鈍化の兆しが散見されます。

パンデミック後の成長エンジンは企業投資および家計消費であり、景気回復の原動力になると想定されていました。しかし、高止まりするインフレは家計の実質所得を圧迫し、購買力を低下させ、企業はコスト上昇と景況感悪化の影響を受け、期待された企業の設備投資の遅延を余儀なくされると見られます。欧州の製造業も、コスト上昇やサプライチェーン・ボトルネック（物流上の制約）の再発、輸出需要の減少、という三重苦に見舞われています。

ウクライナ紛争は、価格水準とその影響の及ぶ期間が不明であることに対する圧力となっています。たとえ明日紛争が終結したとしても、エネルギー価格への影響は一夜にして消えることはないと思料されます。この紛争により、欧州はロシアの石油とガスに対する依存度を急速に低減し、再生可能エネルギーを含む信頼できる代替品を探す必要性に迫られました。新たな供給源の確保やサプライチェーンの見直し、必要なインフラ整備には時間がかかるため、エネルギー価格の高騰が長期化する可能性があります。この影響は、エネルギー集約型産業において最も深刻ですが、家計の実質所得の圧迫を通じ、消費者を含め経済全体に広がるでしょう。

ドイツ: IFO企業景況感指数



出所: ifo Institute 2022年3月現在

経済見通し

欧州中央銀行（ECB）は、今後起こりうる未知の事象に迅速に対応できるよう、金融政策の柔軟性を最大化することを目指しています。他の中央銀行と同様、ロシア・ウクライナ紛争による経済的逆風にもかかわらず、インフレ抑制を優先しています。ECBは3月の会合で資産購入の縮小を加速させることに合意し、2022年第3四半期に資産購入プログラムを終了する計画を発表しました。しかし、オックスフォード・エコノミクスは2023年初頭まで欧州の利上げを予測していません。

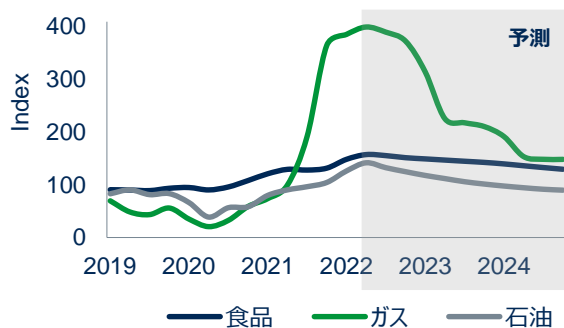
ユーロ圏の今年のGDPは3%近辺になると予想され、前期の約4%から下方修正されました。リスク水準の見通しは確実に下方硬直性を有しており、短期的な見通しをさらに下方修正する可能性は高まっています。ウクライナ紛争が長期化した場合、オックスフォード・エコノミクスのモデルによると、2023年以降のエネルギー価格の上昇がインフレと経済活動水準に与える影響や制裁措置の強化、ロシアのガス輸入制限により、2023年のユーロ圏経済は基準値より4%縮小する可能性があると考えられます。ウクライナ危機と見通しの悪化を踏まえ、不動産投資家は目先のインフレや金利、経済活動、貸付水準、賃料の伸び、選好される戦術や戦略について予想を修正する必要があります。

GDP 国別予測（%、年率）

国	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2022-2026
フランス	-8.0%	7.0%	3.0%	2.0%	1.9%	1.6%	1.4%	2.0%
ドイツ	-4.9%	2.9%	2.0%	3.1%	2.2%	1.2%	1.0%	1.9%
イタリア	-9.1%	6.6%	2.8%	2.4%	1.5%	0.7%	0.3%	1.5%
オランダ	-3.8%	5.0%	3.2%	1.6%	1.5%	1.5%	1.3%	1.8%
スペイン	-10.8%	5.1%	4.8%	3.9%	3.2%	1.9%	1.2%	3.0%
スウェーデン	-3.1%	4.6%	2.8%	2.8%	1.9%	1.7%	1.7%	2.2%
英国	-9.3%	7.4%	3.6%	1.7%	2.2%	2.2%	1.9%	2.3%

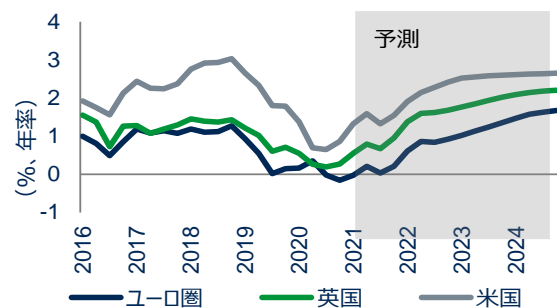
出所: Oxford Economics 2022年4月現在

グローバル・コモディティ価格予測



出所: Oxford Economics 2022年3月現在

10年国債利回り推移



出所: Oxford Economics 2022年3月現在

資本市場

中央銀行は、見通しが悪化しているにもかかわらず、インフレを抑制し、利上げを推し進めようとする姿勢を強めています。米国国債を世界的なベンチマークとすると、ドイツ 10 年国債利回りは第 1 四半期に 90bps 上昇し、0.6%となりました。欧州のコア/プライム不動産の利回りは約 3.9%であり、330bps の余裕のあるスプレッドは、不動産価格への直接的な資本市場の転嫁を抑制するのに役立ちます（買入れ金利の上昇等による不動産市況の悪材料を足元の利回り水準が補う）。

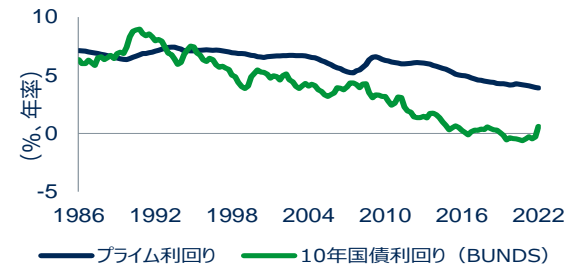
不動産は、債券のような安定したキャッシュフローと、賃料上昇を期待するプライシングの要素を併せ持つ、ハイブリッドな投資対象です。過去 35 年間、欧州コア不動産の利回り変動（イールドシフト/インパクト）が欧州委員会の景気動向指数（ESI）と大きな相関関係を有するのはこのためです。従って、ウクライナ紛争の期間とそのマクロ経済への影響が、市場価格の見通しを評価する上で引き続き重要な鍵となりますが、現在の不動産利回り債券スプレッドが大きいため、その影響の緩和が可能となります（多少の賃料低下や物件価格の低下をスプレッドが吸収）。

価格のマイナス傾向は、まず REIT セクターで最も顕著に現れると思われます。金利や成長に対する懸念が高まっているにもかかわらず、ウクライナ紛争の最初の 1 ヶ月間、欧州の REIT 価格はわずか 2~3% の下落にとどまりました。

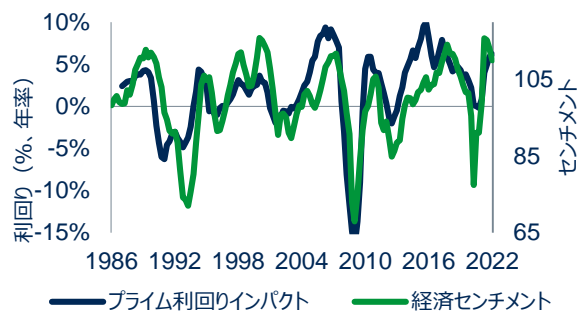
国連の「持続可能な開発のための 2030 アジェンダ」において、ネットゼロ目標の達成やその他の脱炭素化が約束されていることは、不動産市場の価格設定に二極化が生じていることを意味します。規制強化が最も進んでいるオフィス分野では、すでに賃料プレミアムが発生しており、他の不動産分野もこれに追随しています。賃料が低く改善策のコストが高いところでは、「座礁資産（市場や社会環境の変化により価格変動が大きい資産）」のリスクが高まり、2 層の投資市場が生じています。

欧州連合（EU）の持続可能金融情報開示規則（SFDR）により、ESG は非上場不動産ファンドの価格設定にも反映されようと思料されます。この規則は、全てのプライベート不動産エクイティ・ファンドを、ESG 要素が統合されているか（第 6 条）、ESG を推進しているか（第 8 条）、持続可能な投資目的をもっているか（第 9 条）に分類しています。

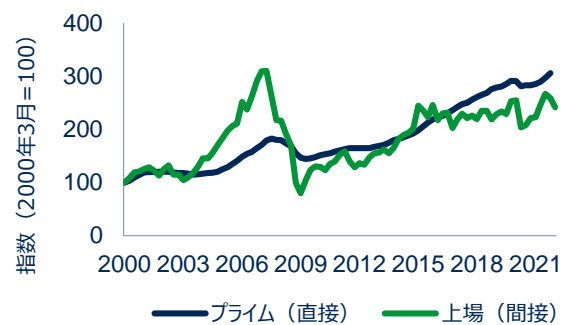
欧州全不動産利回り VS 国債利回り（BUNDS）



欧州利回りインパクト VS 経済センチメント



欧州商業用不動産 資本価値/株価



不動産 & 投資市場

オフィス・セクター

空室率は依然として上昇しており、2021年末には7.5%に達しました。これは10年平均をおよそ0.75bps下回っていますが、パンデミック前の2019年の水準からはおよそ200bps上回っています。2022年に空室率は急速に低下すると予想していましたが、ウクライナ紛争により経済は低迷すると想定され、その期間は賃料の期待値が下がると思料されます。

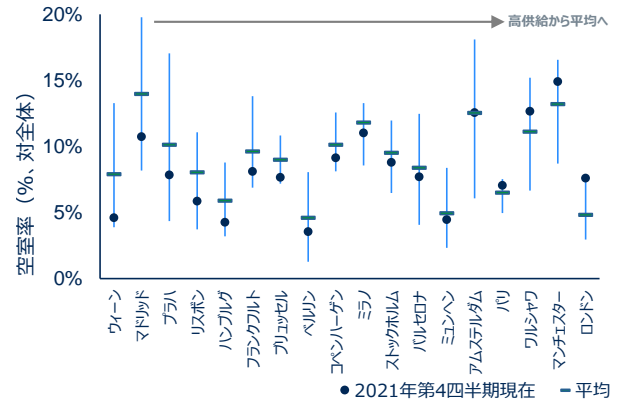
現在の在庫のうち、今後2年以内の竣工予定は5%未満です。これは、オフィスビルのライフサイクルを40年と仮定した場合、2年分の自然減に相当します。一方、近代的なオフィスビルが不足している慢性的な供給不足の市場に、こうした新しいオフィスビルが建設されることはプラスに働きます。

新型コロナウイルスの影響で一時的に延期されていたオフィス回帰の動きが、今後数ヶ月の間に再開すると思われます。在宅勤務（WFH）はオフィス需要にとって一部逆風となりますが、コラボレーションやスタッフの健康、企業文化の構築、研修、採用など、物理的な企業のミーティング・スペースの利点は、今後も着実に重要視されると思料されます。

2022年は、企業が自社スペースの適合性を監査し、従業員の健康増進と持続可能性のベンチマークを満たすことができる、より質の高いビルにテナントが賃料を支払うという新しい市場コンセンサスが試されることになると思料されます。これは、ESGに強いグレードAオフィスのオーナーにとっては良い傾向ですが、平均的なクオリティのビルのオーナーにとっては負担となり、陳腐化のスピードが加速し、資本支出の増加に直面する可能性があります。

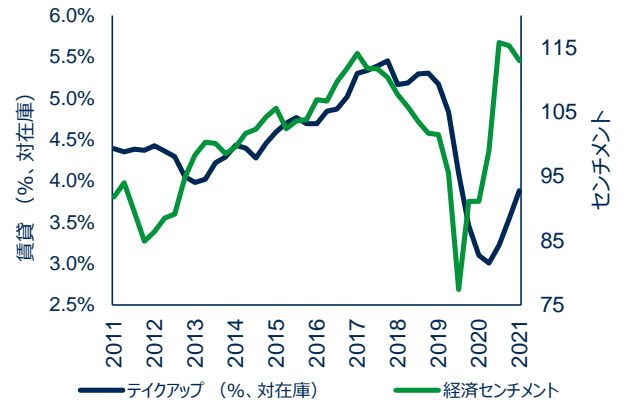
2021年の欧州オフィス投資総額は317億ユーロで、全物件の30%に相当します。オフィスは、40%に近い長期平均を下回ったものの、最も取引されている不動産セクターであることに変わりはありません。2021年末のプライムオフィス平均利回りは年率3.65%で、2021年第4四半期に約5bps、1年間で約15bps低下しています。金利上昇やマクロ経済の減速、WFHの逆風が予想される中、プライムオフィスの利回りがさらに低下するかどうかは、主に「入居者の質への逃避」が早期に実現するかどうかにかかっていると思料されます。

欧州オフィス・セクター：空室率レンジ（2011-2021）



出所: CBRE; Cushman & Wakefield 2021年第4四半期

欧州オフィス・セクター：需要



出所: Cushman & Wakefield 2021年第4四半期

不動産 & 投資市場

小売りセクター

2022年における小売りセクターの明るい見通しが形成されつつあった矢先、想定以上に高いインフレが長期化し、消費者の購買力に重圧をかけると思われます。生活必需品の価格が急上昇しているため、自由裁量で使用可能な現金が減少しています。最近の消費者心理の急激な落ち込みは、自動車および家具、家庭用品など大型ショッピングセンターで購入可能な耐久消費財を含む「高額商品」の販売が、短期的にはより脆弱になる可能性を示唆しています。

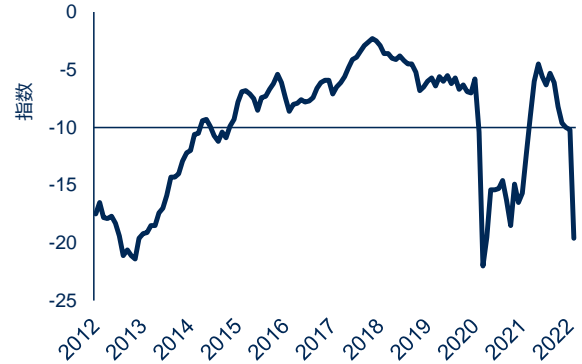
パンデミックからの小売り営業の再開や不動産投資家の関心の再燃にもかかわらず、実店舗は依然としてテクニカル面において逆風にさらされています。ネットショッピングの台頭は英国で最も進んでおり、オンライン購入は総売上上の約30%を占めています。イタリアやスペインではまだ初期段階ですが、この販売行動の変化は勢いを増しており、パンデミック前の普及率が3~5%であるのに対し、現在は9~11%程度となっています。

一人当たりの小売店舗面積の水準と、販売行動における習慣の違いは、将来の床面積の余剰を決定するため重要です。ほとんどの国でオンライン取引に慣れてきているため、物流サプライチェーンのスピードと、オンライン顧客の配送に対する期待に応える能力が、導入のペースを左右すると思われます。

食料品小売りセクターは、オンラインの成長に対して競争力を維持していますが、今後も安泰であるわけではありません。低い食料品マージンと高い配送コストが食料品事業者にとって依然として課題となっています。近隣型小売りセクターは、その利便性から依然として投資対象として有望です。また、小売り倉庫の中には、ファイナルマイル（顧客にモノ・サービスが届く最後の接点あるいは物流サービスの）の再利用や複合施設、住宅への転用に最適な立地条件のものもあります。

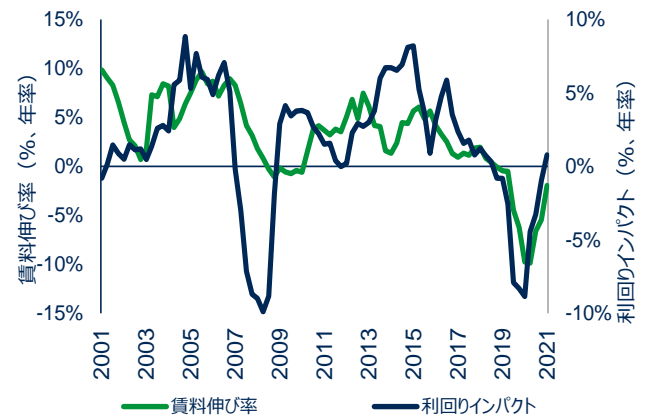
パンデミック時には、プライム店舗の賃料は12%下落し、利回りは50bps上昇しました。これは、欧州の最も優れたプライム店舗物件では、ピーク時から約20%下落したことを意味します。構造的な問題が続いており、投資家の需要が回復する兆しは限定的ですが、2021年後半には一部の地域でプライム店舗の利回りが緩やかに上昇しました。

欧州（欧州連合（EU）のみ）：消費者信頼感指数



出所: Eurostat 2022年4月現在

欧州小売りセクター：プライム店舗の賃料と利回り



出所: CBRE, C&W, Barings 2021年第4四半期

不動産 & 投資市場

産業セクター

JLLによると、2021年の欧州の物流スペースに対する新規貸付面積（テイクアップ）は、前年比35%増の3,350万平方メートル超と過去最高を記録しました。欧州の主要国で5年平均を上回る賃貸契約が成立するなど、軒並み旺盛な需要が見られました。

2021年の欧州における電子物流業務センターのテイクアップは、全体の約4分の1を占めています。パンデミックや今回のロシア・ウクライナ紛争によって生じたサプライチェーンのボトルネックは、企業がより弾力性のある「ジャスト・イン・ケース（有事想定型の物流）」の在庫水準にシフトするため、将来の物流需要を押し上げるでしょう。

空室率は3%に低下し、ドイツや英国、ベルギーなどの主要市場ではさらに厳しい水準になりました（CBRE）。

堅調なファンダメンタルズがデベロッパーの活動を後押しし、2021年末の建設中の総面積は2,400万平方メートル超となりました。投機的開発は850万平方メートルで、建設中の面積の約3分の1を占めています。これは10年ぶりの高水準ですが、現在の需要超過の状況を大幅に緩和することはできないでしょう。

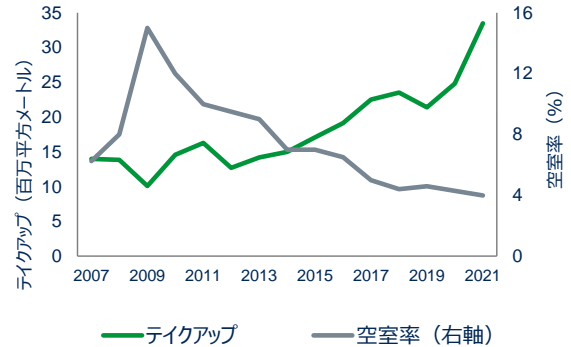
英国では、CBREが今年第1四半期に前年同期の2倍となる約97万平方メートルの取得を記録するなど、活動が非常に活発になっています。募集面積は過去最高の21万平方メートルに急増しており、今後も活発な賃貸活動が続くと思われます。

特に、eコマースの拡大や世界的なサプライチェーン問題により、在庫スペースの需要が当面増加することが予想されるため、欧州の物流セクターに対する構造的サポートは非常に良好です。

欧州のプライム物流施設の賃料は、2021年に年率約5%上昇しました。賃料水準が大幅に上昇するまで、地価と開発コストの上昇により、需要に見合うだけの開発パイプラインの増加は限定的と見られます。

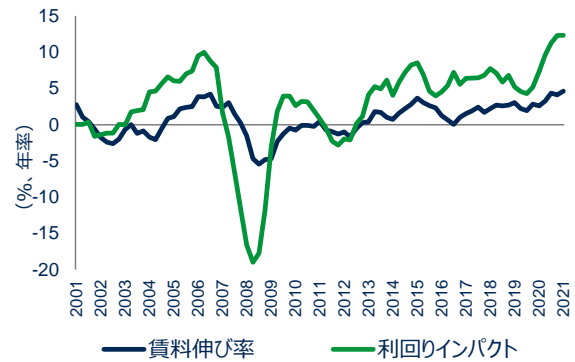
経済的な見通しはより緩やかであるものの、賃料の成長見通しは依然として非常に明瞭です。したがって、欧州不動産の物流セクターは、現在のインフレ期待の高まりに見合う以上の成長が期待できる資産クラスです。このため、金利上昇にもかかわらず、プライム資産のグレードA物件の利回りは、今後数年間にさらに低下すると思われます。

欧州物流セクター：需給



出所: JLL 2022年2月現在

欧州物流セクター：プライム賃料と利回り



出所: CBRE, C&W, Barings 2021年第4四半期

不動産 & 投資市場

住宅セクター

2021年の欧州の住宅賃料は年率1.3%、住宅価格は年率10%上昇しました。住宅価格はオランダが年率18%、ドイツが年率12%、スウェーデンが年率11%と最も上昇率が高く、イタリアは年率4%と出遅れました。

過去10年間、欧州の住宅価格は45%、賃料は15%上昇しました。中央銀行の超低金利による景気刺激策により、住宅価格が賃料を上回った理由が説明されます。住宅ローンの融資コストや金利の引き下げによる直接的な伝達と、低金利によって貯蓄が不動産投資に回ることによる間接的な伝達と、メカニズムは大きく分けて2つあります。

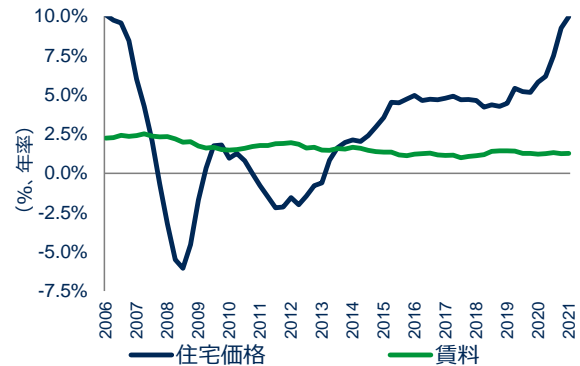
金利の上昇にもかかわらず、住宅ローンの返済コストは歴史的な低水準にとどまると思料されます。しかし、住宅購入には多額の頭金が必要なため、購買意欲は引き続き低下すると見えています。このことは、初回住宅購入者（FTB）の平均年齢が上昇していることにも表れています。住宅購買力の低下により将来の賃貸需要は持続的に高まるものと思料されます。

欧州の住宅用不動産への投資意欲は急上昇しており、取引額は過去10年間で3倍に増え、取引総額の約30%を占めるまでになりました。この背景には、Eコマースに代表される小売りセクター衰退の穴埋めだけでなく、前述のような魅力的な投資理由があります。今後5年以内に、欧州の不動産投資において住宅セクターが主流になると予想されます。

今後数年間は、投資家の旺盛な需要により、安定した民間賃貸セクター（PRS）の一戸建てや集合住宅の希少性は継続すると思われる。そのため、不動産の価値は引き続き上昇すると思われる。賃貸住宅などの開発機会は、コア投資家にとってより適切な低リスクのフォワード・ファンディングを含め、より容易にアクセス可能となると思料されます。

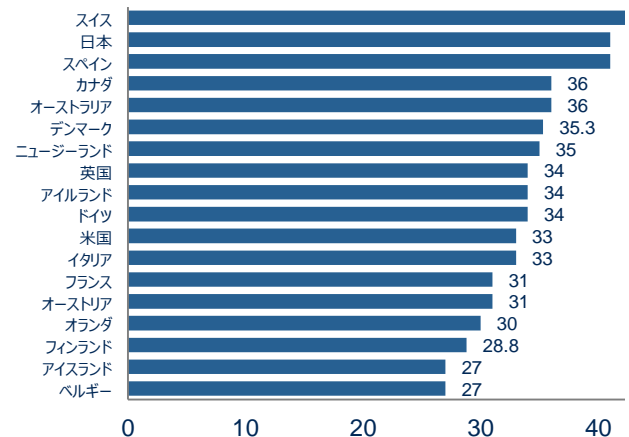
規制の強化は、同セクターにおける政治的リスクの高まりです。家賃コントロールは将来の成長性を制限することになりますが、一方で、入居の保証が高まることでテナントの退去率が下がり、家賃収入の確実性と継続性が高まります。ESG規制の強化により、既存住宅在庫の近代化に対する圧力が高まることで、さらなる投資機会がもたらされると思料されます。

欧州住宅価格と賃料



出所: Oxford Economics 2021年12月現在

欧州住宅セクター：初回住宅購入者の平均年齢



出所: OECD 2020年12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.

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。

2215566

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.

BARINGS