

BARINGS

金利上昇によりもたらされる欧州不動産における 投資機会

欧州不動産四半期リサーチ



2022年11月

22-2552517

要旨

経済

- ユーロ圏のインフレ率が2桁に達する中、欧州中央銀行（ECB）はインフレ抑制および物価安定の維持に向けた取り組み強化を続けています。
- 欧州における冬の景気後退はもはや避けられない状況ですが、労働市場の軟化は相対的に堅調な状況からとなります。
- 金融引き締めを緩和するためには、インフレ率が確実に低下基調を辿る必要がありますが、2023年上期末までには生じる可能性があります。

不動産市場

- 不動産借り入れコストの急激な上昇は、不動産利回りの上昇を意味します。ファンダメンタルズが最も堅調な資産およびセクターにおいて、最も早く価格が調整されました。
- 金利水準および不動産利回りは、最終的にはインフレ期待が目標を上回る水準で落ち着くのか、目標に近づくかによって決定されると思料されます。
- 現在の不動産サイクルでは、銀行の監視が強化され、その結果、金融レバレッジの利用が減少しています。つまり、前回のサイクルで見られたよりも、より控えめな投資機会および価格調整が生じる可能性が高いと思料されます。
- 不動産賃貸市場は一般的に、高品質で近代的なスペースが不足していることが特徴です。これは、金融危機後に当セクターへの銀行融資が制限された結果によるものです。
- この近代的スペースの慢性的な供給不足は、サステナビリティに関する規制の高まりによってさらに深刻化し、設備の陳腐化のペースが速まっています。中長期的な賃料の見通しは、少なくともテナント市場のトップエンド向けは、引続き非常に良好です。
- 優れたリスク調整後リターンを追求する投資家にとって、欧州不動産デットにはますます魅力的な投資機会が存在しています。

経済見通し

高インフレが続いており、ユーロ圏では9月に初めて、ほぼ2桁となる9.9%に達しました。ここ数ヶ月、中央銀行はインフレを抑制し、物価の安定を維持するために、よりタカ派的なスタンスに移行しています。9月には、欧州中央銀行（ECB）は過去最大となる75bpsの利上げを実施し、政策金利を1.25%に引き上げました。ECBはまた、今後数ヶ月における追加利上げを示唆しており、成長率や雇用への影響とは関係なく、利上げを実施すると見られています。

インフレの持続は、一連の連続した事象に起因しています。ロックダウン規制の緩和や、相当のサプライチェーンのボトルネックが最初のトリガーでした。サプライチェーンの圧力は緩和され始めた一方、ウクライナ紛争と、ロシアが欧米の経済制裁に対する報復として欧州へのガス供給を「武器化」したことにより、エネルギー価格は高止まりしています。石油輸出国機構（OPEC）の足元の減産は、インフレにとってネガティブ・サプライズが続くことを意味します。欧州の各国政府は、家計や企業がエネルギーコスト高騰の時期を乗り切れるよう、財政支援策を強化しています。

これから到来する寒い冬の時期に備え、欧州のエネルギー安全保障を強化するため、欧州連合（EU）は加盟国全体で協調対応を実施しました。対策には、天然ガス需要の自主的な削減が含まれますが、それ自体、工業生産に悪影響を及ぼし、ドイツやスウェーデンなどの製造業が盛んな国に影響を与える可能性が高いと懸念されます。また、将来のエネルギー供給の混乱を最小限に抑えるため、11月初旬までに天然ガス貯蔵を80%とする目標を設定しましたが、これはすでに達成されました。

9月の購買担当者景気指数（PMI）は、サービス業が48.8、製造業が48.4と、双方ともプラス成長の基準となる50を下回るなど、高頻度データは経済の縮小を示しており、冬季におけるユーロ圏の景気後退は不可避であると思料されます。実質家計所得水準の低下が家計消費水準の足かせとなって、ユーロ圏GDPの主要構成要素である個人消費（国によって異なりますが、通常50～65%を占める）も、大きな打撃を受ける可能性が高いと思料されます。

グローバル・サプライチェーン圧力指数



出所: Federal Reserve Bank of New York、Global Supply Chain Pressure Index 2022年8月現在

プラス面としては、労働市場は引き続き堅調で、8月のユーロ圏失業率は、前年同期の7.5%から低下し、過去最低の6.6%となり、上昇したとしてもごくわずかにとどまると予想されています。雇用の安定は経済および市場の全体的な安定につながる一方、労働市場の逼迫は賃金交渉における従業員の力を強める可能性もあります。中期的な賃金価格スパイラルのリスクは高まっており、インフレ期待に落ち着きが見られない場合、更なる金利上げが必要となる可能性があります。

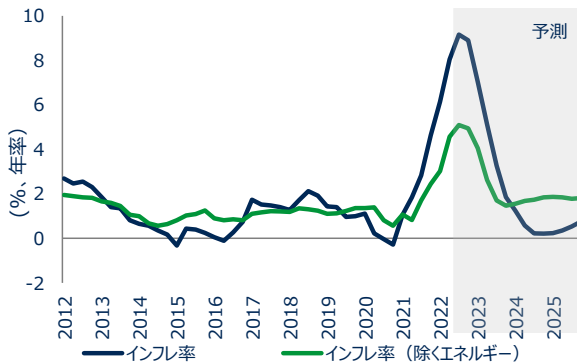
金融引き締めの緩和には、数ヶ月にわたり、インフレ率が確実に低下基調を辿る必要があると思料されます。短期的には、金利上昇期待は2023年春まで続くと予想されます。その時点で、資本市場の不安は、インフレ期待のトレンドがどこに落ち着くのかに移る可能性があります。期待インフレ率が、中央銀行のインフレ目標である年率2%程度に向けて低下する場合、金利、ひいては不動産利回りの見通しが緩和される可能性があります。しかし、インフレ率の上昇が続くように見える場合、中期的な金利予想は上昇し、商業用不動産だけでなく、すべての資産価格の調整が長期化することを意味します。

GDP国別予測 (%、年率)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2022-2026
フランス	-7.9%	6.8%	2.6%	0.2%	1.7%	2.3%	2.2%	1.8%
ドイツ	-4.1%	2.6%	1.3%	-0.8%	2.9%	2.3%	1.5%	1.4%
イタリア	-9.1%	6.6%	3.3%	-0.1%	1.5%	0.9%	0.7%	1.2%
オランダ	-3.9%	4.9%	4.7%	0.9%	1.6%	1.5%	1.2%	2.0%
スペイン	-10.8%	5.1%	4.3%	1.0%	3.0%	2.7%	2.4%	2.7%
スウェーデン	-2.3%	4.8%	3.0%	0.9%	2.2%	2.1%	1.9%	2.0%
英国	-9.3%	7.4%	3.5%	0.2%	2.1%	2.8%	2.1%	2.1%

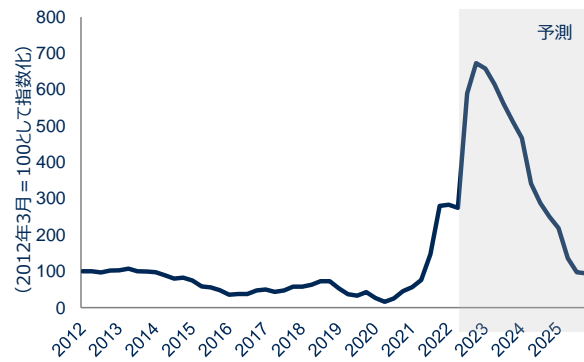
出所: Oxford Economics 2022年10月現在

欧州圏インフレ率の推移



出所: Oxford Economics 2022年10月現在

欧州圏における世界ガス価格



出所: Oxford Economics 2022年10月現在

資本市場

CBREによると、7-9月期の取引額は693億ユーロで、前年同期比16%減となりました。Propertydata.comの数字は、同期間の英国での取引が半減したことを示唆しています。ビッド・オファーの価格差は依然として拡大しており、市場は現在、価格形成が困難な局面にあります。

10月の5年物ユーロスワップレートは年率約3%でした。社債スプレッドの拡大と経済センチメントの低迷が相まって、コア不動産デットのマージンは200~250bpsのレンジに押し上げられました。ただし、これはドイツでは低く、ファンドプリーフ債市場が100~150bps前後の価格設定をサポートしています。不動産デットのコストは4~5%であるため、価格に対するマイナスの圧力が高まっています。

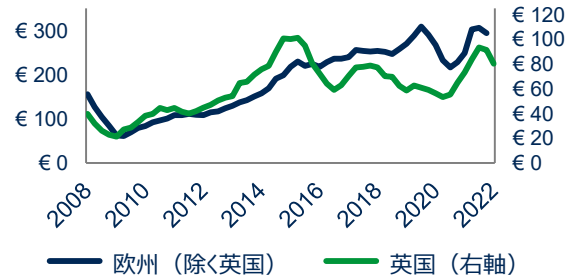
不動産デット市場には依然として流動性があるものの、借入コストは現在、2022年初頭の価格の少なくとも2倍になっています。コアのローン・トゥ・バリュー（LTV）は50%を下回る傾向にあり、インタレスト・カバレッジ・レシオへの圧力が強まっています。その結果として生じる資本構造上のギャップは、代替となる資本源、特にリファイナンスの、大きな投資機会となっています。

欧州のREIT価格は年初来で40%以上下落しており、REIT価格に内包されるレバレッジを除外すると、不動産価格がおよそ25~30%下落したことを示しています。変動の激しい上場不動産は、遅行性があり、より平滑な不動産の評価額や、市場そのものを上回って変動する傾向があります。

CBREによると、プライム店舗や中心業務地区（CBD）オフィス、住宅の利回りはこの夏20~25bps上昇しました。物流施設はその約2倍となる平均40~50bps軟化しました。物流施設は依然として非常に魅力的なファンダメンタルズを有するものの、価格は最も高く、利回りは低くなっています。つまり、「倉庫」は、世界的な金利上昇に、多くの場合、最も直接的な影響を受けたことを意味します。

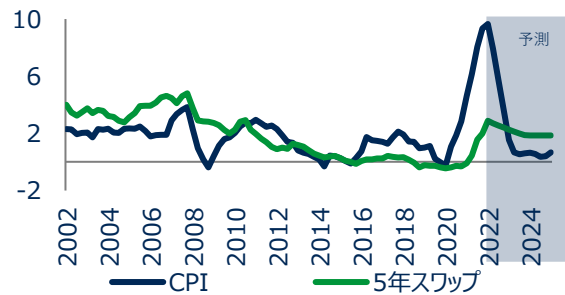
インフレ率が緩和され目標値まで戻れば、金利および不動産利回りも低下します。根強い物価上昇圧力を抑えるために金利を高水準に維持する必要がある場合、すべての資産価格の調整はより長期化することになります。

欧州の不動産資金フロー（10億ユーロ、年）



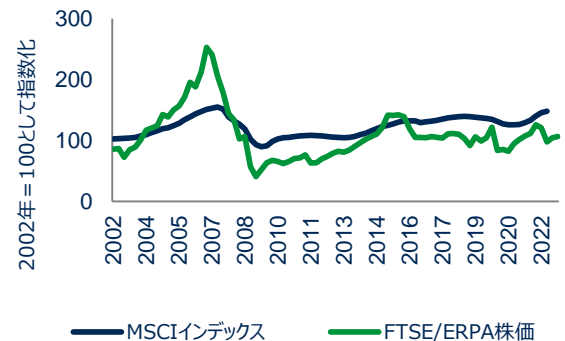
出所: Real Capital Analytics/MSCI 2022年第3四半期現在

ユーロスワップ VS インフレーション



出所: Oxford Economics 2022年10月現在

英国不動産価格 VS MSCI英国不動産インデックス



出所: Bloomberg, MSCI 2022年10月現在

不動産 & 投資市場

オフィス・セクター

ロックダウンが解除され、従業員が徐々にオフィスに戻るに連れて、欧州全体の入居者市場は、着実に回復しています。

Cushman & Wakefieldの数値は、2022年6月までの1年間の欧州全体の賃貸物件は、在庫の5%と健全な、パンデミック後の正常な状態に戻ったことを示しています。4-6月期の空室率は7.6%で安定しており、10数年前の10%を超えていた以前の高値を大きく下回っています。

リアルタイムのビル管理システム（BMS）データを活用したSavills Property Managementの直近の調査によると、欧州市場のCBD（中央ビジネス地区）の占有率は着実に回復しているものの、その程度は都市によりまちまちです。

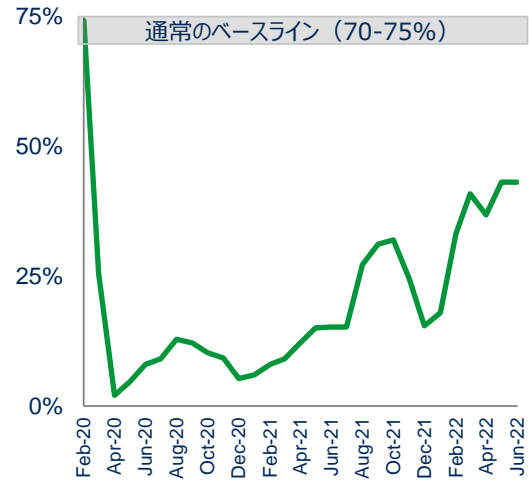
建設中のスペースは、在庫の減少ペース（在庫の年間約2～2.5%または40～50年の寿命）とほぼ同等ですが、開発資金や建設費の上昇、最終価格の不確実性の増大などにより、パイプラインにあるプロジェクトは現在「棚上げ」されています。

欧州のプライム・オフィス賃料の成長率は年率6%超と引き続き堅調ですが、前四半期比では、4-6月期の2.5%から7-9月期は1.4%に鈍化しました。

経済全体と同様に、短期的な需要、すなわち賃料の成長ペースは鈍化すると予想されます。しかし、中長期的には、開発市場の低迷が賃料の伸びを更に下支えする可能性があります。

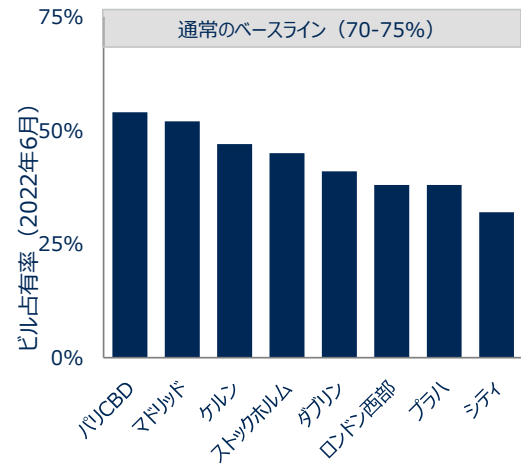
ESGを含む入居者要件の高まりにより、現在の慢性的なグレードA物件の供給不足が著しく激化すると思料されます。

英国オフィス：占有率



注: Savills Property Management の BMS データのサンプルに基づく
出所: Savills 2022年8月現在

欧州オフィス：占有率



注: Savills Property Management の BMS データのサンプルに基づく
出所: Savills 2022年8月現在

不動産 & 投資市場

小売りセクター

8月までの3ヶ月間、ユーロ圏の年間小売売上高はマイナスとなりました。9月の消費者信頼感指数は-28.8に悪化しており、このトレンドが秋に反転する可能性は低いと見られます。冬が近づくにつれ、エネルギー料金の高騰に加えて、家計はまた、支払い金額の大幅上昇に直面します。このような背景から、欧州在住の人々の気分がすぐに明るくなることはないと思料されます。

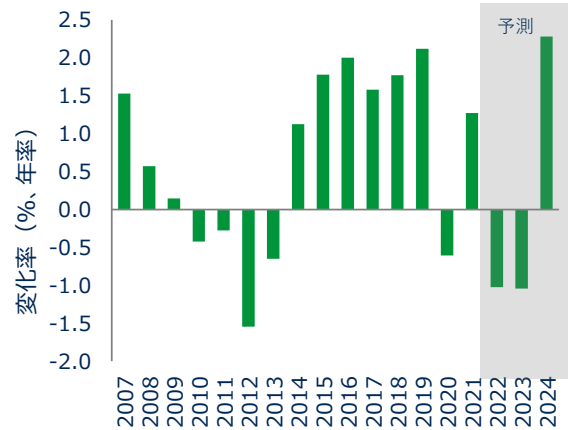
2桁に近いインフレ率により家計への圧迫が強まる中、実質購買力は急速に低下しています。オックスフォード・エコノミクスは、2022年と2023年の家計の実質可処分所得水準が低下すると予測しています。

今後数ヶ月間、消費者は高額商品への支出を削減しようとすると思料されます。食料品などの必需品に支出が切り替わると予想され、これは食料品小売業者にとっては良い兆候です。スーパーマーケットは、利益率が低く配送コストが高く、eコマースに対する耐性が高いため、多くの投資家にとって「最も選ばれないセクターで、最も選ばれる資産タイプ」となっています。

パンデミックによる制限の緩和と、ロックダウン期間中に蓄積された余剰貯蓄の後押しにより、小売りセクターは2021年中の構造的衰退から一時的に息をつくことができました。それを読み違えた一部の不動産投資家もいます。現在、小売りセクターは、大きな循環的課題すなわち生活費増大による危機と、絶え間のない技術変化すなわちオンラインショッピングの進展に直面しています。

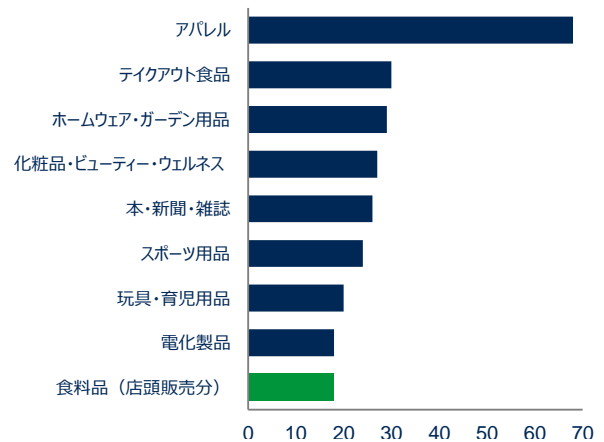
小売り店舗の賃料は、特に厳しいパンデミック下の状況の後、ロックダウン期間中の2桁下落を経て、安定化に向かって見えました。7-9月期の賃料は、前期比-1.2%となり、年初来、ほぼ横ばいでした。成長率は、2023年、2024年、そしてそれ以降も、低下する可能性が高いと思料されます。

ユーロ圏: 実質家計可処分所得



出所: Oxford Economics 2022年10月現在

EU: オンライン・ショッピング (2021年)



出所: Eurostat 2022年3月現在

不動産 & 投資市場

産業セクター

投資家の動揺にもかかわらず、欧州の物流のファンダメンタルズは引き続き非常に堅調です。新規貸付面積（テイクアップ）は依然として好調で、JLLによると、2022年上半期は1,600万平方メートル弱が賃貸され、過去5年の上半期平均から41%増加しました。サードパーティ・ロジスティクス（3PL）からの旺盛な需要により、サプライチェーンが強化されましたが、小売り需要は減少しました。

新規貸付面積（テイクアップ）のトレンドは国によって異なります。ドイツの上半期の動向は特に好調でしたが、フランス、ポーランド、スペイン、英国では減速の兆しが見られました。これは、賃貸仲介業者にとって近代的なスペースの入手が困難であったことが主な原因だと考えられます。

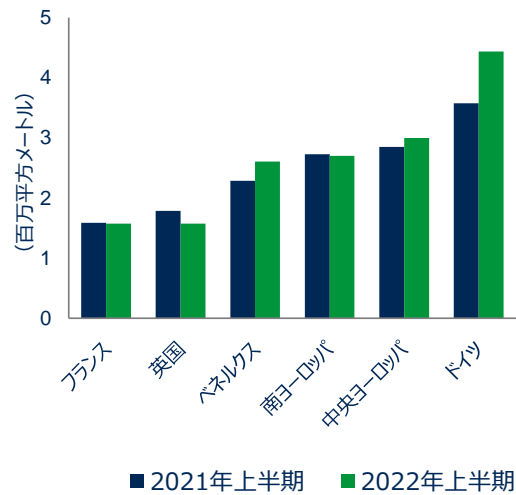
JLLによると、4-6月期の新規開発面積は2,300万平方メートルに増加しましたが、投機的開発はその3分の1程度を占めるに過ぎません。新規着工は、借入コストの上昇、土地不足、建設費の上昇、建築資材の不足といった課題を背景に、減速の兆しを見せています。

欧州のプライム物流施設賃料の総額は、当セクターの非常に強力なファンダメンタルズが成長を牽引し、7-9月期までの1年間で約14%上昇しました。4-6月期の2%上昇と比較して、7-9月期は前期比4.4%の上昇であり、減速の兆しは見られません。

短期的な経済状況の悪化により、テナントの超過需要は次第に減少する傾向がありますが、欧州の主要市場全体で近代的なスペースは構造的な供給不足にあり、依然として相当な成長モメンタムが存在することを意味しています。

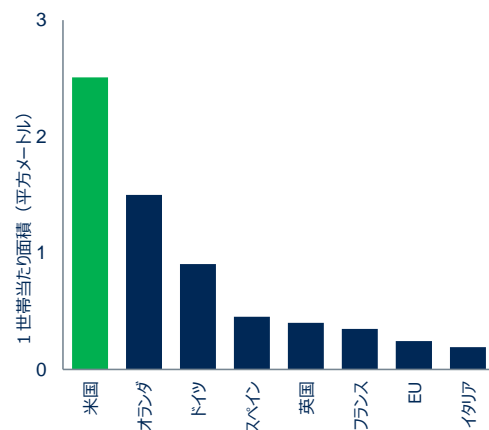
投資家需要の冷え込みにより、7-9月期の物流セクターの利回りは、40~50bps上昇しましたが、進行中のサプライチェーンの再編とeコマースの拡大により、当セクターの長期的な成長の可能性について確信しています。これは、貿易の非効率性が保管スペースの需要をさらに押し上げている、プレグジット後の英国に強く当てはまりません。

欧州物流セクター：新規貸付面積（テイクアップ）



出所: JLL 2022年9月現在

一人当たり近代的な物流在庫



出所: Prologis 2021年現在

不動産 & 投資市場

住宅セクター

欧州委員会（EC）によると、欧州連合（EU）の平均住宅価格は2022年6月までの1年間に9.9%上昇しました。イタリアで5.2%、フランスおよびスウェーデンで7.1%、スペインで8.1%、ドイツで10.2%、オランダで18.2%の上昇となっています。全英住宅価格指数によると、英国の価格は同期間に10.5%上昇しました。

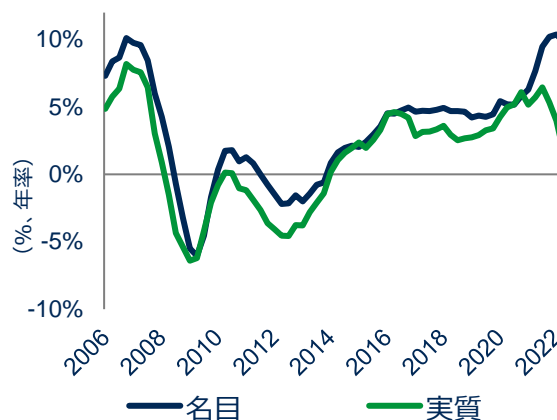
この歴史的なパフォーマンスを牽引したのは、超緩和的な金融政策と非常に支援的なパンデミック時の財政政策の組み合わせでした。金利上昇と生活費に対する懸念の高まりにより、住宅取引量は減少すると予想され、住宅価格はすでにインフレ調整後の実質ベースで下落に近づいています。

金利上昇は、住宅ローンの負担能力にとってマイナスです。例えば、英国政府の無秩序な「ミニ予算」以前でさえ、住宅ローンの平均返済額は手取り収入の34%まで上昇しており、これは多くの人にとって無理なく支払える金額の上限に達しています。

世界金融危機以降、住宅ローンの貸し手に対する規制が強化されたことにより、変動金利の支払いや利息のみのローンから、より低いLTVでの貸付やより多額の頭金が必要となりました。つまり、欧州の住宅不動産市場の耐性は、10～15年前と比較して格段に高まっています。

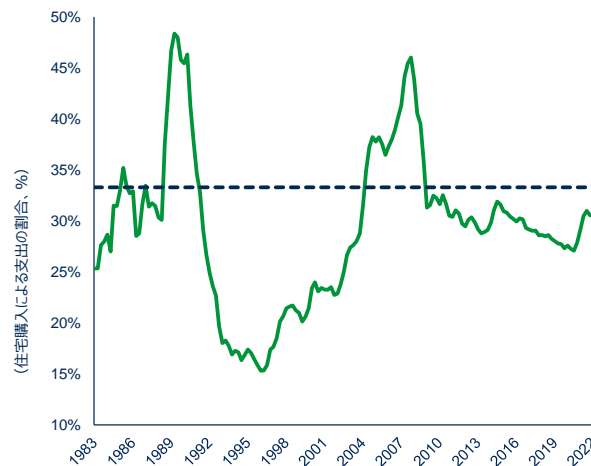
欧州の主要都市全体で、住宅価格の収入に対する倍率および家賃に対する倍率は、依然として相応の水準にあり、賃貸需要を維持しています。投資家の観点からは、住宅建設が世帯形成率に追いつかず、購入者の住宅取得能力が低い都市の、ビルト・トゥ・レント（BTR）が最も見通しが良好であると思料されます。

欧州（EU）：住宅価格の成長率推移



出所: OECD 2022年10月現在

住宅購入：英国住宅ローン返済



出所: Nationwide 2022年10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。

2593568

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.