

BARINGS

小売りセクターのリバウンドは一巡した のか？

欧州不動産四半期リサーチ



2021年11月

21-1896878

要旨

経済

- 高頻度のビジネス調査は、供給面での問題が活動に影響を及ぼし、軟調な結果となりました。
- 持続するボトルネックとエネルギー価格の上昇により、インフレ率は予想以上に上昇していますが、こうした圧力は収まると考えています。
- 量的金融緩和政策の早期巻き戻しのリスクは高まっていますが、オックスフォード・エコノミクスは、2025年まで政策金利が維持されるとの見通しを維持しています。

不動産市場

- 商業用不動産への投資額は、パンデミック前の水準まで回復したものと見られます。
- 住宅や物流の取引量が増加したものの、オフィスは依然として最も取引されたセクターとなっています。
- プライムイールドの傾向は、長期的な構造的要因に沿ったものとなっています。産業セクターやeコマースに耐性があるスーパーマーケットの利回りは縮小し、プライムオフィスの利回りは一部の地域でわずかに低下し、ほとんどの小売セクターの利回りは軟調な推移が続いています。
- オフィス空室率の上昇は鈍化しており、賃貸に向けた活動は復活し始めています。
- プライムの小売賃料は安定化の兆しを見せていますが、構造的な逆風は続いています。
- 産業セクターの入居者市場は記録を更新し続けています。
- 短期的な住宅価格の見通しは、金利と安定的な労働市場に依拠しています。

経済見通し

IHSマークイットのユーロ圏総合購買担当者景気指数（PMI）は、投入資源の不足が生産の妨げとなり、7月につけた15年ぶりの高値からの低下が続いています。軟化はしたものの、10月の数値（54.3）は依然として50を超える拡大を示す領域にあり、サービス業（54.7）は製造業（53.2）に比べて鈍化は緩やかなものとなっています。

不足の結果、企業の投入コストはここ数ヶ月間で記録的に上昇し、企業がコスト上昇分を顧客に転嫁するため、財・サービスともに消費者物価上昇率は急上昇しました。コロナ感染者の再拡大はまた、再度規制を課す必要がある場合、観光、ホスピタリティ、レジャーなどの一部のサービス部門にとって懸念材料です。一方、受注残、新規受注、雇用意欲は堅調です。

価格圧力にもかかわらず、オックスフォード・エコノミクスは、7-9月期のユーロ圏の経済成長率は前四半期比で2%をわずかに下回る堅調な数値となると予想しています。2021年末の成長率は年率5.0%と、今のところ順調に推移しています。来年の四半期成長率についても、消費者のペントアップ需要や貯蓄の放出、堅調な企業の設備投資サイクル、欧州中央銀行（ECB）による超緩和的な金融政策の継続、そして「ゲームチェンジャー」となる欧州連合（EU）共同債の発行による8,000億ユーロの新型コロナ復興基金などの組み合わせにより、1%程度の成長を予測しています。

サプライチェーンのボトルネックやエネルギー価格の上昇によりインフレ率は上昇しており、2021年9月のユーロ圏CPIは年率3.4%に上昇しました。オックスフォード・エコノミクスはユーロ圏のインフレ見通しを上方修正し、年内に年率4%でピークを迎え、2022年前半までは2%を上回る水準で推移するとしています。その後は、ベース効果と供給が需要に追いつくことにより、価格圧力が緩和されると思われます。

経済の混乱にもかかわらず、一時帰休制度により労働市場へのダメージは抑制されました。ユーロ圏の失業率は正常化の動きが続き、7.5%となっています。PMI測定において雇用創出率が大幅に上昇しているにもかかわらず、国際通貨基金（IMF）は、労働市場に緩みが残っているため、結果的に生じるインフレ的な賃金スパイラルを予測するには至っていません。

消費者物価上昇予測



出所: Oxford Economics 2021年10月現在

経済見通し

ECBは超緩和的な金融刺激策を継続していますが、9月の会合で初めてパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の月次購入額削減を決定しました。これは買い入れ速度のわずかな鈍化にすぎず、資産売却を求めるものではありませんが、テーパリングの議論が今や政策の中心的なテーマとなっていることを裏付けています。予想以上に早い量的金融緩和政策巻き戻しのリスクは高まっているにもかかわらず、オックスフォード・エコノミクスは、2025年まで政策金利が維持されるとの見通しを維持しています。

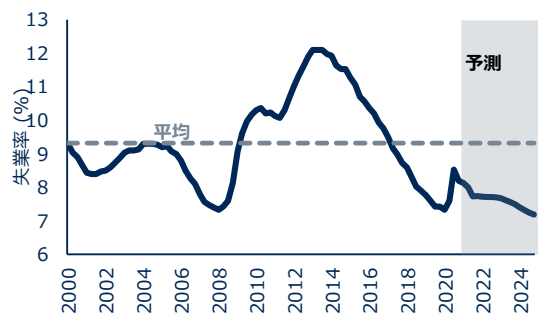
GDP 国別予測（%、年率）

経済活動（%、年率）

国	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2021-2025
フランス	-8.0%	5.1%	4.7%	2.4%	1.7%	1.5%	3.1%
ドイツ	-5.1%	3.7%	4.4%	1.6%	1.0%	0.8%	2.3%
イタリア	-8.9%	5.0%	4.7%	2.1%	0.9%	0.4%	2.6%
オランダ	-3.7%	2.9%	3.3%	2.0%	1.2%	1.1%	2.1%
スペイン	-10.8%	6.5%	6.1%	2.6%	1.9%	1.6%	3.7%
スウェーデン	-2.9%	4.4%	2.7%	2.1%	1.8%	1.7%	2.5%
英国	-9.8%	7.7%	6.2%	2.1%	1.5%	1.5%	3.8%

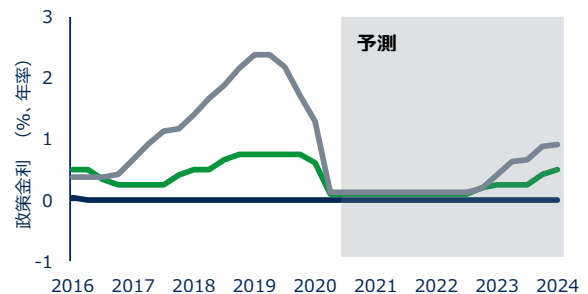
出所: Oxford Economics 2021年10月現在

ユーロ圏失業率の推移



出所: Oxford Economics 2021年10月現在

金利の推移



出所: Oxford Economics 2021年10月現在

資本市場

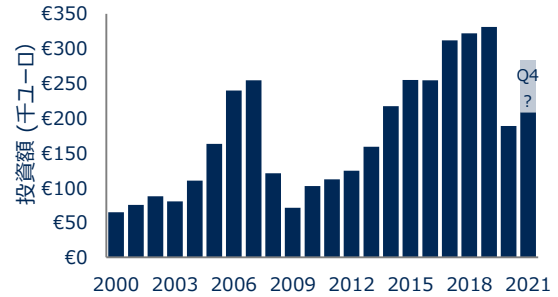
CBREによると、2021年7-9月期の不動産投資額は773億ユーロに達し、おおむねパンデミック前の水準に回復しています。これは、前年同期比で55%の増加であり、過去5年間のすべての7-9月期を上回っています。取引量の増加は、主に物流や住宅セクターの購入が増加したことによるものです。パンデミック主導の在宅勤務傾向に対する不動産投資家の懸念にもかかわらず、オフィスは依然として最も取引されたセクターであり、取引額全体の31%を占めています。

国別に見ると、主要市場のほとんどが順調に勢いを取り戻しつつあるようです。年初からの3四半期では、英国（前年同期比47%増）、北欧諸国（同30%増）、スペイン（同22%増）、ドイツ（同8%増）で活動が活発化しています。一方、少なくとも今のところ、フランス（前年同期比13%減）、イタリア（同8%減）、オランダ（同3%減）は遅れをとっています。

2021年7-9月期の上場不動産会社とREITの株価を見ると、産業（+25%）、セルフストレージ（+17%）、住宅（+7%）が引き続きアウトパフォームしており、選好セクターは明らかです。オフィス（+3%）は、COVID以前の価格水準をわずかに下回っています。これは、「質への逃避」を背景としたプライム物件に対する良好な見通しと、陳腐化リスクの上昇とより高い資本支出の必要性から悪化したセカンダリー物件に対する見通しとの、おそらく中立から不確実な見通しを反映しています。小売り・ホテル（約-5%）は、パンデミック下で価格が最も下落しており、当四半期中もREIT投資家センチメントの悪化は続きました。

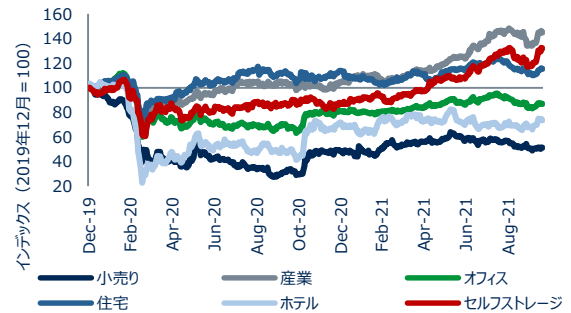
CBRE欧州プライムプロパティ・イールド・データによると、過去18ヶ月間で、英国のショッピングセンターは75bps上昇し200bpsを超えた一方で、eコマースに耐性のあるスーパーマーケットは75bps低下し150bpsになるなど、大幅な圧縮が見られました。英国の大型商品の小売倉庫も、最近の数四半期で縮小しました。おそらく二極化の見通し（後述のオフィス・セクターを参照）を確認するものとして、プライムCBDの利回りは5bps低下し20bpsとなり、パンデミック前から利回りの低さが懸念されていたにもかかわらず、物流セクターの利回りはさらに50bps低下して100bpsとなりました。

欧州商業用不動産の投資額推移



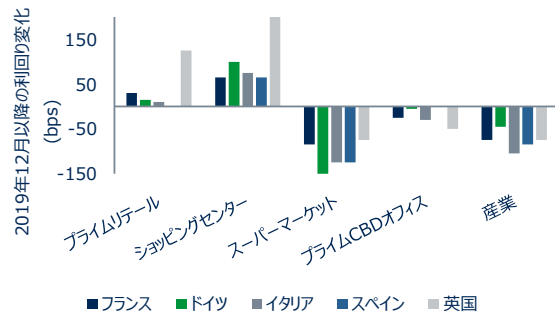
出所: CBRE 2021年10月

欧州REIT: 株価



出所: Bloomberg 2021年10月21日

欧州: 2019年12月以降の利回りの変化



出所: CBRE 2021年10月

不動産市場

オフィス・セクター

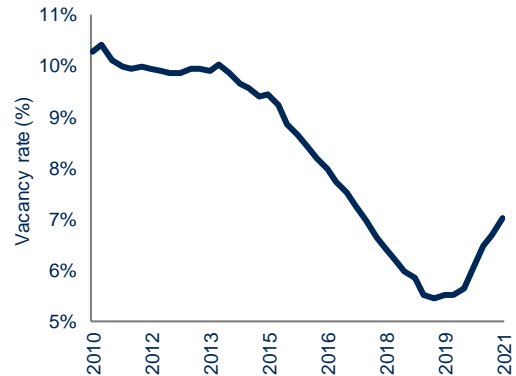
欧州全体で、オフィススペースの可用性は依然として上昇しています。クッシュマン&ウェイクフィールドの欧州の空室率は7-9月期も上昇傾向にあり、4-6月期の5.6%から7.0%に上昇しました。空室率には安定化の兆しがいくつか見られ、上半期の0.5%の上昇は、2020年下半期の半分程度となっています。

ワクチン接種の加速につれて、当四半期中により多くの市場で慎重なオフィス復帰が見られました。Googleのモビリティ・データによると、2019年の水準の約4分の1に減少してはいるものの、多くの従業員がオフィスに戻っています。

現在需要は底を脱し、欧州のローリングベースの年間新規賃付面積（テイクアップ）は総在庫の約3.2%となりました。これは、1-3月期の3.0%から上昇していますが、長期平均の4.5%を30%ほど下回っています。コペンハーゲン、アムステルダム、ロンドンでは、長期平均を50%程度下回ったままですが、（パンデミックによる制限がより緩やかだった）ストックホルムとベルリンでは、ほぼ通常の水準に戻っています。

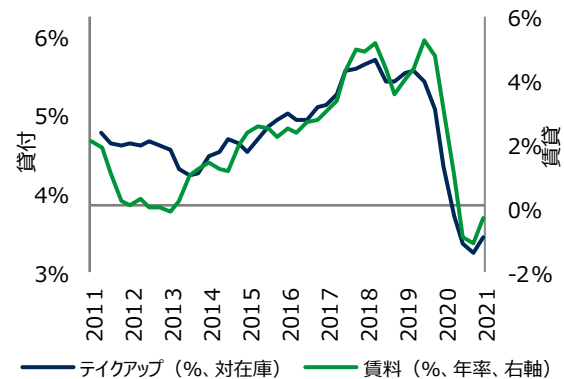
現在、様々な要因が重なり合い、入居者が許容する最低限の要件は高まっています。例えば、ウイルスへの不安や衛生基準の向上、より多くのコラボレーションスペースを実現するために完全な柔軟性を備えた施設の必要性、社会の「ウェルネス」志向、そして何よりも、地球規模の気候変動がもたらす差し迫った危険性に対する企業の意識の高まりなどがあげられます。世界の温室効果ガス排出量の約40%を不動産が占めていることを考えると、適切な不動産を利用して業務を行うことは、パンデミック後の企業の中心的な課題となるでしょう。恒久的な在宅勤務/ハイブリッド勤務は、中心的なミーティング・スペースがこれまで以上に価値を持つことを意味します。最終的には、入居者が求めるスペースは小規模となるかもしれませんが、格段に品質の高いものとなるでしょう。過去10年間に建設されたオフィス在庫の割合はわずか10~15%であり、高いサステナビリティ評価を受けたビルの供給は更に限られるため、グレードAビルの賃料上昇および大幅なグリーンプレミアムの出現は避けられないものと思われます。対照的に、より古く平均的な品質のビルの陳腐化のスピードも加速しています。その結果、これら在庫の多くは、現代のビジネス用途としてはもはや時代遅れとなっています。

欧州のオフィス：空室率



出所: Cushman & Wakefield 2021年第2四半期

欧州におけるオフィス需要と賃料



出所: Cushman & Wakefield 2021年第2四半期

不動産市場

小売りセクター

最新の小売総売上高を見ると、汎欧州の売上高の成長ペースはトレンドを上回る年率2.8%に正常化しつつあるものの、依然として増加しています。経済再開のベース効果による2桁のリバウンドに続くものです。一方、英国の9月の小売売上高は5ヶ月連続で減少しました。これは、生活費上昇への懸念や感染者数の増加により、消費者心理が悪化しているためです。

パンデミック下で蓄積された貯蓄が消費に回り、消費者のペントアップ需要が解放されることは、より広範なマクロの回復にとって肝要です。プライムの小売賃料は安定化の兆しを見せているものの、欧州の多くの地域ではeコマースの拡大はまだ初期段階にあり、実店舗にとって構造的な逆風が続いています。

人が社会的な存在であることに変わりはなく、実店舗の未来は確実に存在すると考えています。旗艦店やオンラインのショールーム、マスマーケットの食品品店を中心とした利便性の高い物件に焦点があたるでしょう。

世界で最もオンラインショッピングの様式変化が進んでいる英国では、食品（利益率が低く、配送コストが高い）、ヘルス&ビューティー（サービスやサンプルが「体験」の本質的な部分である）、ハードウェア（DIY）、およびガーデンセンターは、eコマースの成長に対して高い耐性を維持しています。このことはおそらく、先述の通り、英国のスーパーマーケットや大型商品の小売倉庫の利回り低下も説明しています。

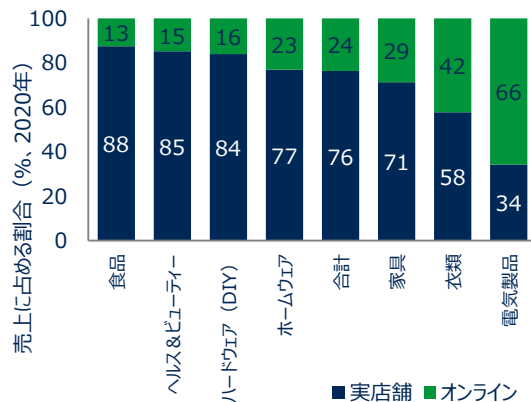
一部の小売資産は、おそらく以前にも増して、妥当性が高まるでしょう。新しい消費者の習慣に適應できるものがある一方で、多くは用途変更や完全な取り壊しが必要となるでしょう。ほとんどの小売資産の安定化は以前として数年先である可能性が高く、物件選択のリスクは依然として高いため、当該セクターは今のところ、主にオポチュニスティック資本の領域となっています。

消費者信頼感指数と小売売上高



出所: Eurostat 2021年10月現在

英国におけるオンラインでの小売売上高



出所: ONS 2020年12月末現在

不動産市場

産業セクター

eコマースの着実な普及により、物流セクターの構造的ポジションは強固なものとなっていますが、パンデミックの間に一段と強化されました。最も成熟した市場から、eコマースへの移行が比較的早期の段階にある市場まで、欧州市場全体で段階的な変化が起きました。入居者がパンデミックに不意を突かれ、キャパシティギャップ（後述の供給制約による）を解消しようとしていることから、賃貸に向けた活動は引き続き記録的な水準となる可能性があります。

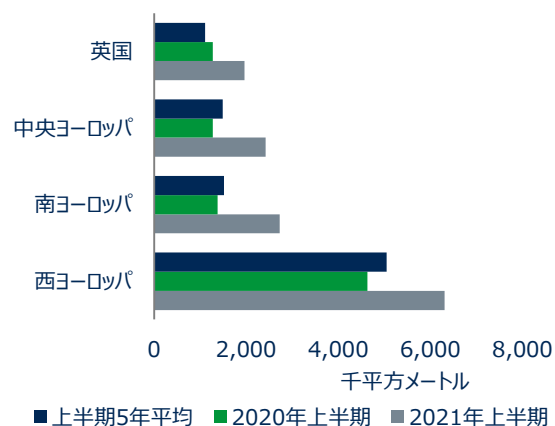
JLLによると、欧州の物流需要は、2021年上半期に前年同期比で50%以上増加し、1,480万平方メートルの記録的な水準に達しました。地域別に見ると、西欧では賃貸面積が3分の1以上増加し、中欧・南欧では、元の水準は低いものの、新規貸付面積（テイクアップ）は2倍に増加しました。eコマースは、2021年上半期の貸付面積の約25%を占めました。

BNP Paribasは、ほとんどの主要都市やハブ市場で空室率が5%未満であると指摘しており、欧州全体で可用性は低いままです。JLLはまた、利用可能な供給（空きスペース+投機的開発）は、最近の新規貸付面積（テイクアップ）のわずか1年以下相当と報告しています。

JLLによると、欧州の投機的開発は、2021年半ばまで500万平方メートル強が実施されています。これは、現在建設中の物流スペース総量の約3分の1に相当し、残りはビルド・トゥ・スツ型の建設です。適切な開発用地が今後の開発活動の制約となっており、特に中核的な物流拠点では、入居者が代替地を検討する必要性が高まっています。

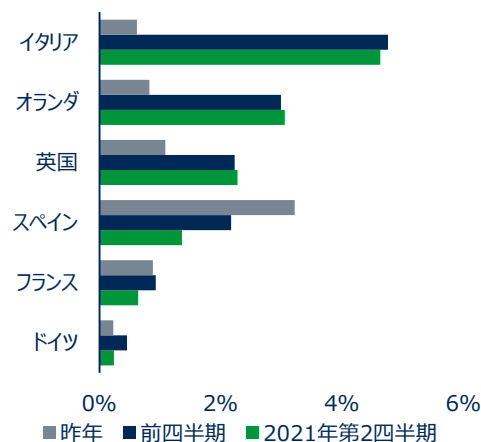
プライムの物流賃料は、4-6月期までに年率4.3%上昇しました（1年前の年率2%から上昇）。賃料上昇は広範囲に及び、ほとんどの主要市場で見られますが、ブラハ、グレーターロンドン、ドイツの大都市、オランダの主要ハブ市場で最も高くなっています。旺盛な需要がありながら開発が不足する入居者市場では、しばらくの間、物流賃料に上昇圧力がかけられ続ける可能性があります。

欧州における物流の新規貸付面積



出所: JLL 2021年8月現在

欧州の物流における投機的開発



出所: JLL 2021年8月現在

不動産市場

住宅セクター

欧州の平均住宅価格は、4-6月期に前四半期比で2%上昇し、年率7%の上昇となりました。国別では、デンマーク（16%）、チェコ共和国（15%）、ドイツ（11%）が最も高い伸びを示しました。一方、スペイン（3%）とイタリア（0.4%）では、より緩慢な状況となっています。

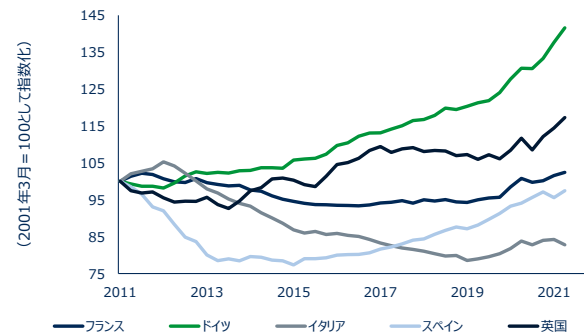
パンデミック下での住宅価格の急騰は、労働者の一時帰休や、印紙税・住宅ローンの支払い猶予などの公的支援と、超金融緩和政策を反映したものです。ロックダウンはまた、広さや屋外スペースなどの設備面で、住宅ニーズの再評価につながっています。住宅価格の当面の見通しは、低金利が継続し、労働市場のポラリティが最小限に留まるかに大きく左右されます。

世帯形成率が最も高い地域では、過去10年間、価格が所得よりも速く上昇する傾向にありました。これは、所得に対する住宅価格の比率の上昇に反映されており、それに伴い、購入者の住宅取得能力は、ドイツやスウェーデンでは30~40%、オランダや英国では20%程度悪化しています。良質の住宅供給が最も少ない地域では、住宅取得能力は国のデータよりも大幅に悪化します。

購入者の住宅取得能力が低い場合、賃貸需要が高まるだけでなく、典型的な一次取得者（FTB）の平均年齢が上昇することにより、その状況が長引くことにもつながります。世帯平均可処分所得の約3分の1を、賃貸に対する住宅取得能力の基準とすると、オランダの都市やマドリードにある典型的な2ベッドルームの集合住宅の家賃は、所得に対する割合が最も「引き伸ばされた」状態にあります。

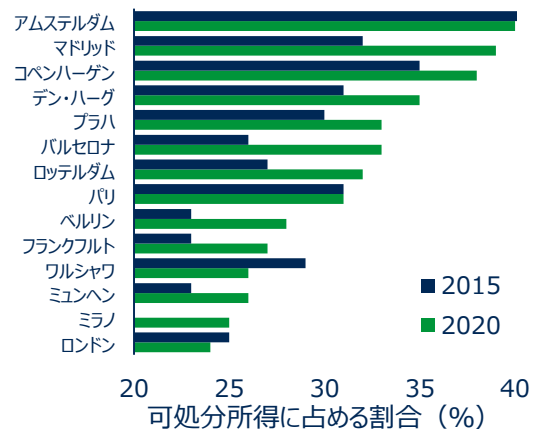
幾分かは第二次世界大戦後の復興の長期的な影響として、欧州の住宅在庫の半分以上は1970年以前に建てられたものです。そのため、現代の最高品質の住宅施設には、より高い賃料水準を引き出せる可能性があります。このプレミアムは、人口増加が最も著しく、持続可能性の評価が高い、すなわち、再生可能エネルギー源により排出量が削減され、積層材構造フレームなどの持続可能な材料が建築に使用されている近代的な在庫の場合、容易に引き出すことができるでしょう。

欧州における所得に対する住宅価格の比率



出所: OECD 2021年第2四半期

欧州における賃貸住宅のアフォーダビリティ



出所: Savills 2021年9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 826 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が変更されたり修正されたりすることがあります。

1931190

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; 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.