

BARINGS

住宅セクターの輝きは失われつつあるのか

欧州不動産四半期リサーチ



2022年8月

要旨

経済

- インフレ率の上昇は今年も継続する見通しであり、世界的な商品価格は、現在も過去最高値を更新し続けています。
- 中央銀行、特に米連邦準備制度理事会（FRB）は、経済成長に対する影響を考慮することなく、インフレを再びコントロールするために積極的な金融引き締めを行っています。しかしながら、市場はこれらを過大に懸念しているのではないかと疑問が残ります。

不動産市場

- 不動産借り入れコストの上昇や経済センチメントの悪化、賃貸料上昇期待の低下により、欧州の不動産利回りは上昇に転じつつあります。
- マクロ面における外部環境リスクは上昇していますが、不動産市場の内部環境リスクは比較的適切な範囲内に留まっています。
- 潜在的ダウンサイド・リスクに対する不動産市場の緩和策は、以下のようなものが挙げられます。
 - 利上げ懸念の緩和
 - 低い空室率
 - 新規着工件数の緩やかな減少傾向の継続
 - 新規供給物件の慢性的な不足（特に強固なESG認証を有する不動産）
 - 不動産市場のレバレッジは、過去のサイクルと比べて大幅に低下

経済見通し

インフレ率の上昇は今年も継続する見通しであり、世界的な商品価格は、現在も過去最高値を更新し続けています。グローバルのサプライチェーンは復活にほど遠く、ウクライナ紛争によってプレッシャーはさらに高まりました。経済制裁の長期化により、世界は速やかに事態への適応を行う必要があると見られます。欧州はエネルギー面でロシアに依存しているため、経済成長に対する悪影響や景気後退懸念は米国に比べて高いと見られます。また、新興国における食糧供給や社会安定に対する影響もまた懸念材料です。

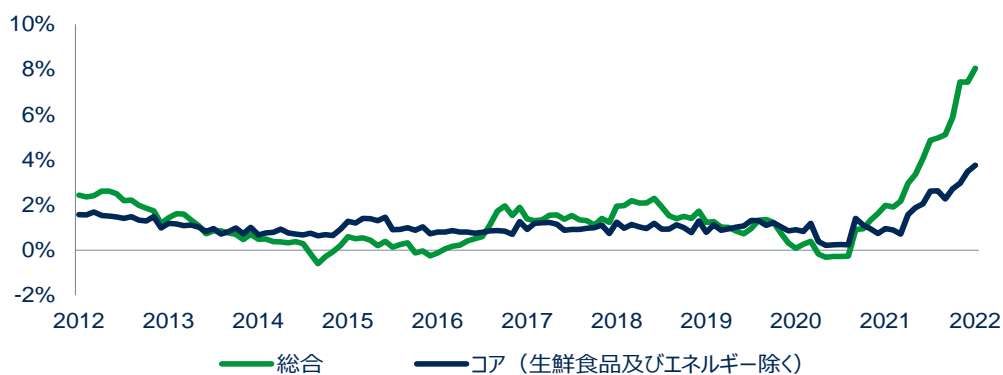
中央銀行、特に米連邦準備制度理事会（FRB）は、経済成長に対する影響を考慮することなく、インフレを再びコントロールするために積極的な金融引き締めを行っています。そして、「有言不実行」という考え方の程度にもよりますが、金利上昇懸念に対する市場の期待は高まっており、これは不動産の借入れコスト、ひいては不動産投資価格にとって重要となります。

6月のユーロ圏の総合購買担当者景気指数（PMI）は、企業部門が前月の54.8から52に低下したものの依然としてプラス成長を示していますが、製造部門は縮小したほか、サービス部門においても今やポジティブな兆しが薄れ始めています。在庫は支援材料であるものの、新規受注は今や急速に減退しています。一方、生産能力の増強圧力が継続しているため、雇用創出の見通しは引き続きポジティブです。景気減速は欧州の全主要国において広範かつ同質です。

ユーロ圏の消費者物価指数（CPI）インフレ率は引き続き上昇しており、5月の年率8.1%から6月には過去最高の同8.6%に上昇しました。商品価格の上昇は引き続き主要な要因であり、エネルギー価格は年率約40%上昇し、食品は間もなく年率10%となる可能性があります。コアインフレ率は、米国や英国に比べほんのわずかですが、6月には年率3.7%と加速しています。労働市場は依然として良好な状態にありますが、賃金の伸びは年率2%程度で、生活コストの上昇に比べ大きく遅行しています。

欧州の家計は購買力の低下、すなわち「生活コスト危機」に見舞われています。その結果、家計の非必需品に対する支出は圧縮される可能性が高まっています。また、金融引き締めによる借入コストの上昇はもとより、企業の信頼感の低下や期待収益の低下により、企業支出や投資にも陰りが見え始めると見られます。

ユーロ圏：消費者物価指数（年率）



出所: ifo Institute 2022年7月現在

経済見通し

欧州中央銀行（ECB）はFRBに続き、2022年7月の理事会で8年間続いたマイナス金利に終止符を打ち、10年以上の期間を経て政策金利を50bps引き上げて0%としました。しかし、ECBはFRBよりもハト派的であることに変わりはなく、周縁国の国債利回りが急騰する可能性がある場合に対処するための追加措置も発表されました。

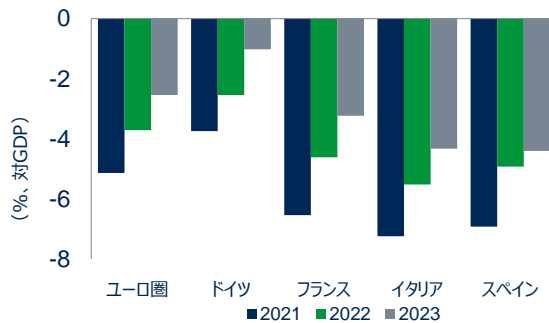
欧州委員会が5月末に発表した安定成長協定における財政規律の一時停止は、エネルギー価格の高騰が続く間は、影響を受ける人々の一時的保護や、グリーンエネルギーへの移行加速のための政策推進に対するゴーサインとなります（下表参照）。これは、欧州が困難に陥ったときに、マクロ経済安定化のためのツールとして財政政策を一時的に追加することが可能となる構造的な変化を示しています。

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%	2.2%	2.2%	1.8%	1.5%	2.1%
ドイツ	-4.9%	2.9%	1.7%	3.1%	2.4%	1.2%	1.0%	1.9%
イタリア	-9.1%	6.6%	3.2%	1.9%	1.6%	0.7%	0.3%	1.5%
オランダ	-3.8%	5.0%	3.1%	1.7%	1.8%	1.6%	1.3%	1.9%
スペイン	-10.8%	5.1%	4.5%	3.6%	3.5%	2.1%	1.2%	3.0%
スウェーデン	-2.3%	4.9%	2.1%	2.1%	1.9%	1.9%	1.9%	2.0%
英国	-9.3%	7.4%	3.6%	1.3%	2.3%	2.2%	1.8%	2.2%

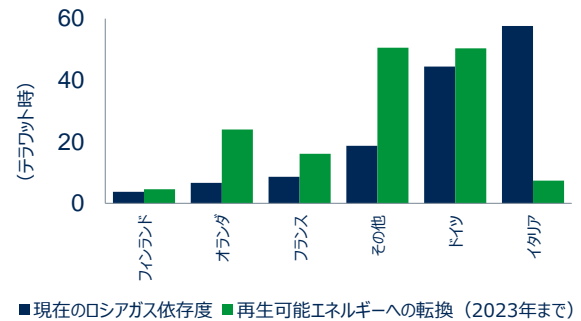
出所: Oxford Economics 2022年7月現在

財政赤字見通し



出所: European Commission 2022年6月現在

電力発電（テラワット時）



出所: International Energy Agency 2021年12月現在

資本市場

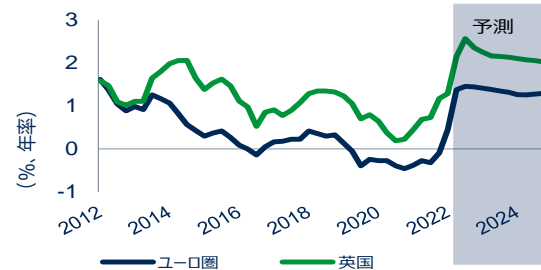
RCA指数によると、2022年第1四半期の欧州における投資額は合計732億ユーロとなり、前年同期比で10%増、長期平均とほぼ同水準となりました。投資活動は、市場の構造的な追い風を受ける産業セクターおよび住宅セクターに大きく集中しました。また、新型コロナウイルス感染拡大からの経済活動再開の恩恵を受けるオフィス、小売り、ホテル・セクターへの投資にも回復が見られました。しかし、これらのデータは遅行しているため、2021年の投資決定および投資戦略を反映したものとなっています。

第1四半期、ユーロ5年物スワップレートは0%から1%に上昇し、第2四半期末には1.8%にまで上昇しました。商業用不動産の資金の貸手マージンは拡大しており、上昇傾向にある社債利回りに対する相対価値を維持しています。不動産借入れコスト上昇や経済センチメントの悪化、賃貸料上昇期待の低下により、今年中はパイプラインが減少すると思料されます。

現在は価格下落の初期段階で、CBREのプライム利回りは6月に平均で約5bps上昇しました。月別トレンドによると、物流施設が10bpsと最も高く、次いで平均5~10bpsのレンジ内となった民間住宅セクター（PRS）および中心業務地区（CBD）オフィスでした。食料品小売りセクターは0bpsとなり、下落傾向にあるものの安定性を示しました。驚いたことに、景気減速が引き起こす「生活費危機」により、フランスのプライム小売りセクターは6月に利回りが低下し、強気な投資傾向が示唆されました。これはおそらく、新型コロナウイルス感染拡大の収束に伴う投資家の需要に対する影響が遅行しているためと思料されます。

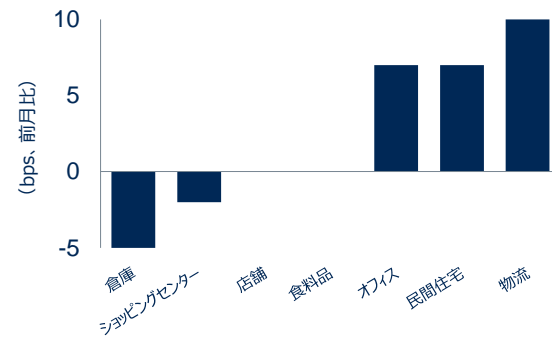
マクロ面における外部環境リスクは上昇していますが、不動産市場の内部環境リスクは比較的適切な範囲内に留まっています。その要因として、金利上昇懸念が既に収束した可能性が高いこと、低い空室率や限定的な開発、強固なESG要素を有する最新のオフィススペースの慢性的な不足、不動産市場のレバレッジが過去の不動産の「ブーム」サイクルと比較して大幅に低下していること、などが挙げられます。

5年物スワップレートの推移



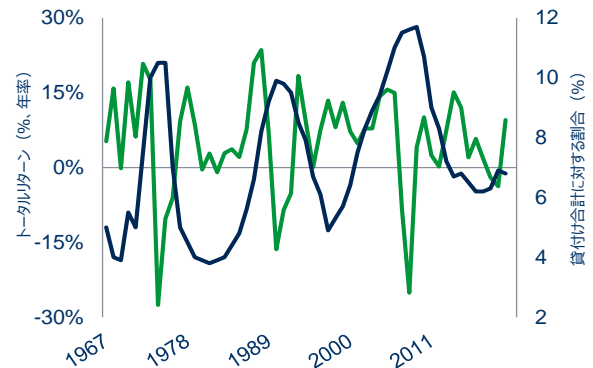
出所: Oxford Economics 2022年7月現在

欧州プライム利回り (2022年6月)



出所: CBRE; Cushman & Wakefield 2022年7月現在

英国の不動産およびクレジット・サイクル



出所: MSCI/IPD, BoE 2022年3月現在

不動産 & 投資市場

オフィス・セクター

2022年第1四半期の空室率は7.5%と特に変化は見られませんでしたが、新規開発の竣工が少なく、既存のプライムビルのテナントが在宅勤務（WFH）による余剰分を市場から吸収していることから、グレードAのスペース不足が深刻化しています。

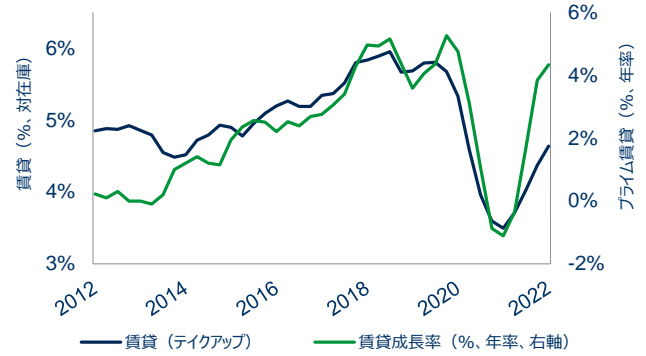
オフィス需要は2022年3月までの1年間で40%増加しました。賃料の回復は、ダブリンが12%と遅れているものの、ロンドン中心部は160%と最低水準から急回復しています。しかし、経済状況の悪化により、今後は需要回復が停滞する可能性が高いと预料されます。

建設中の不動産割合は約5.3%と5年平均とほぼ同水準となり、在庫の自然減少ペース（オフィスの寿命が40年と仮定した場合、在庫2.5%が2年間で5%）に近い数値となっています。ダブリン（11%）とブダペスト（15%）が開発の中心都市であり、新規建設が最も少ないのはストックホルム（2%）となっています。しかし、JLLによると、建設コストが10%上昇していることから、100万平方メートルの開発スペースが延期もしくは中止されています。このように、新規開発は減少傾向にあります。

新型コロナウイルス感染拡大以降、ホワイトカラー従業員のハイブリッドな勤務形態がまだに継続しています。新しいデータによると、この傾向は主にキャリアを確立している25-49歳の従業員が牽引しており、それ以外のキャリア構築中の若手や、一線を退いた高齢の従業員は、オフィスでの勤務形態を選好しています。WFHが最も普及しているのは、新型コロナウイルス感染拡大以前から普及していたオランダやイギリスとなっています。

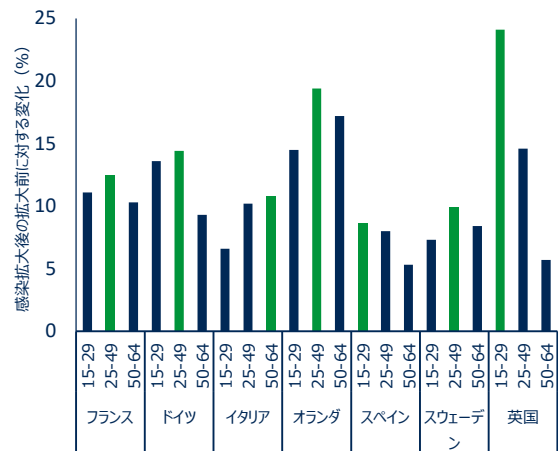
企業における協働、文化の構築および人材の採用、研修、雇用、惹きつけるための中心となる場所としての物理的なオフィスの利点は、一流企業にとって非常に重要なものとなっています。この需要に応えることのできる最高クオリティのビルは、柔軟性に富み、最高級の設備と強固なESG認証を有しています。また、今後導入される厳格なエネルギー効率基準も、非対応のオフィス物件に必要な設備投資を考慮すると、近代的なオフィスへの移行を後押しすると思料されます。

欧州オフィス：新規賃貸物件 VS. 賃貸成長率



出所: Cushman & Wakefield 2022年第1四半期

在宅勤務 (2019-2021)



出所: Eurostat & Office of National Statistics (U.K.) 2022年7月現在

不動産 & 投資市場

小売りセクター

欧州の5月の小売売上高は、前年同月比0.8%増となり、4月の同5%増と比べ減速しました。

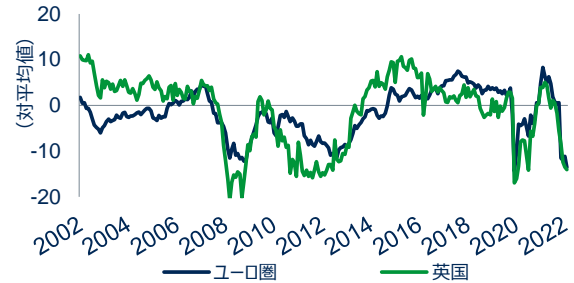
高いインフレ率が消費者の購買力を低下させるというテーマが現在進行しています。この「生活費危機」は消費者心理を悪化させ、特に家具や家庭用品などの耐久消費財の大口購入には不利に働くと思われます。住宅取引件数の減少も予想されることから、郊外の小売り店舗における最近の好調期は終焉を迎えつつあると思料されます。

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。

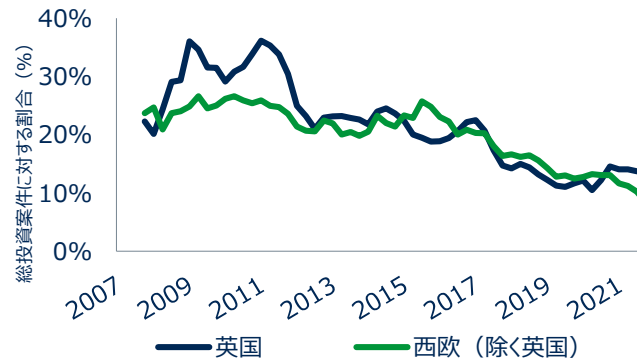
投資家が物流などの好調なセクターの案件を見出せない中、小売りセクターへの資本流入が進んでいます。コンビニエンスストアや食料品店が依然として中心ではあるものの、新型コロナウイルス感染拡大時の低い賃料からの回復も、短期的な投資家の関心を集めています。同ウイルス感染拡大時にeコマースの成長が加速したため、実店舗にとっては、同ウイルス感染拡大前よりも構造的な逆風が強くなっています。

欧州消費者信頼感指数



出所: Eurostat, GfK 2022年7月現在

欧州小売り: 投資案件



出所: RCA 2022年第1四半期

不動産 & 投資市場

産業セクター

物流需要は引き続き堅調に推移しています。JLLによると、2022年第1四半期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）が760万平方メートル超となり、過去最高を記録しました。この好調はほぼ横並びで、オランダ（63%）とフランス（44%）を筆頭に、ほぼ全市場において前年同期比2桁増となっています。

供給は依然として非常にタイトとなっており、平均的な需要水準であれば、ほとんどの地域で供給が1年未満と推定されます。オランダやドイツ、チェコは供給が最も少なく、0.3年となっています。

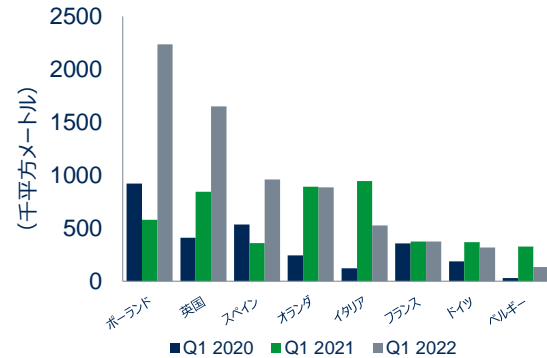
2022年3月までに欧州全体で建設された物流施設は過去最高の2,200万平方メートルに達し、そのうち約3分の1が投機的建設でした。投機的建設の半数以上がポーランドおよび英国です。ポーランドの投機的建設はドイツからのアウトソーシングに対応するため、英国のパイプラインは賃料の高騰に対応するためです。しかし、建築コストの上昇により、それを上回る賃料となるスペースの新規着工が抑制される可能性があります。

欧州のプライム物流施設の賃料は、2022年3月まで年率約10%上昇し、プライム賃料水準の上昇圧力が継続しています。顕著な市場としては、ロンドンが年率36%、プラハが年率33%、マンチェスターが年率14%などとなっています。

金利上昇は不動産投資家にとって、もっともな懸念材料であり、短期的には利回りが上昇する可能性があるものの、アマゾンの赤字決算および同社が米国で新規倉庫を過剰発注したとの噂が、セグロなど欧州産業リート投資スぺシャリストによる急激な売却を引き起こしました。さらに、開発コストの上昇とデベロッパーの収益低下が懸念されていました。開発コストの低下は、中期的には賃料の上昇を意味しています。

企業にとって、サプライチェーンの強化と将来保証の必要性は依然として残っており、今後10年間に予想される欧州のeコマースの成長と合わせると、物流セクターにとって構造的な追い風が存在が示唆されています。

欧州物流：投機的開発



出所: JLL 2022年5月現在

2022年欧州リート価格推移



出所: Bloomberg 2022年6月末現在

不動産 & 投資市場

住宅セクター

欧州の住宅価格は、2022年第1四半期までに年率約10%上昇しました。オランダは年率約20%上昇と欧州諸国の中で最も上昇率が高かった一方、イタリアは年率3~4%と緩やかな上昇となりました。

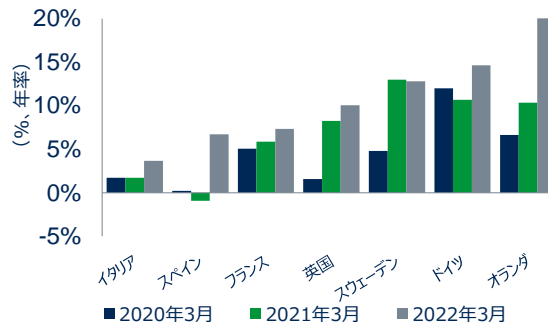
金利上昇と消費者心理の悪化が重なり、市場モメンタムは今後数四半期で低下すると予想されます。下振れリスクは高まっていますが、労働市場の不足が下支えとなることから、雇用不安も低位に留まれば、価格調整の可能性は限定的であると思料されます。初回住宅購入者にとって購入不可能な価格であることに変わりはなく、賃貸需要の維持にはポジティブに働くと思料されます。

世界金融危機以降、銀行規制が強化されたため、住宅ローンバブルは生じていません。その結果、過去の水準から見れば依然として低い金利は、世帯収入に占める住宅ローンの支払額の割合を低位に留めています。金利上昇は住宅購入の可能性に悪影響を及ぼすものの、変動金利から固定金利への移行が進んでいるため、住宅市場への影響は急には顕在化しないと料されます。

欧州の住宅用不動産に対する投資意欲は急上昇しており、取引量は過去10年間で3倍に増加し、全体の約30%を占めるまでになりました。たとえ不動産価格が一定程度下落しても大多数の人にとって住宅購入は不可能な水準であり、人気のある立地の住宅資産に対する力強い賃貸需要は持続的に上昇しています。

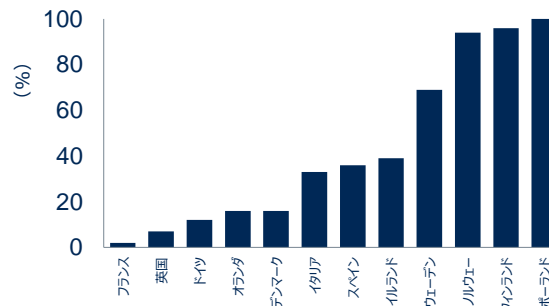
規制の強化は、同セクターにおける政治的リスクの高まりです。家賃コントロールは将来の成長性を制限することになりますが、一方で、入居の保証が高まることでテナントの退去率が下がり、家賃収入の確実性と継続性が高まります。ESG規制の強化により、既存住宅在庫の近代化に対する圧力が高まることで、さらなる投資機会がもたらされると料されます。

欧州住宅価格



出所: Oxford Economics 2022年7月現在

欧州住宅：変動金利型住宅ローン



出所: OECD、Knight Frank、The Economist 2022年5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、ヘアリングス LLC が作成した資料をヘアリングス・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に変更されたり修正されたりすることがあります。

2390011

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.