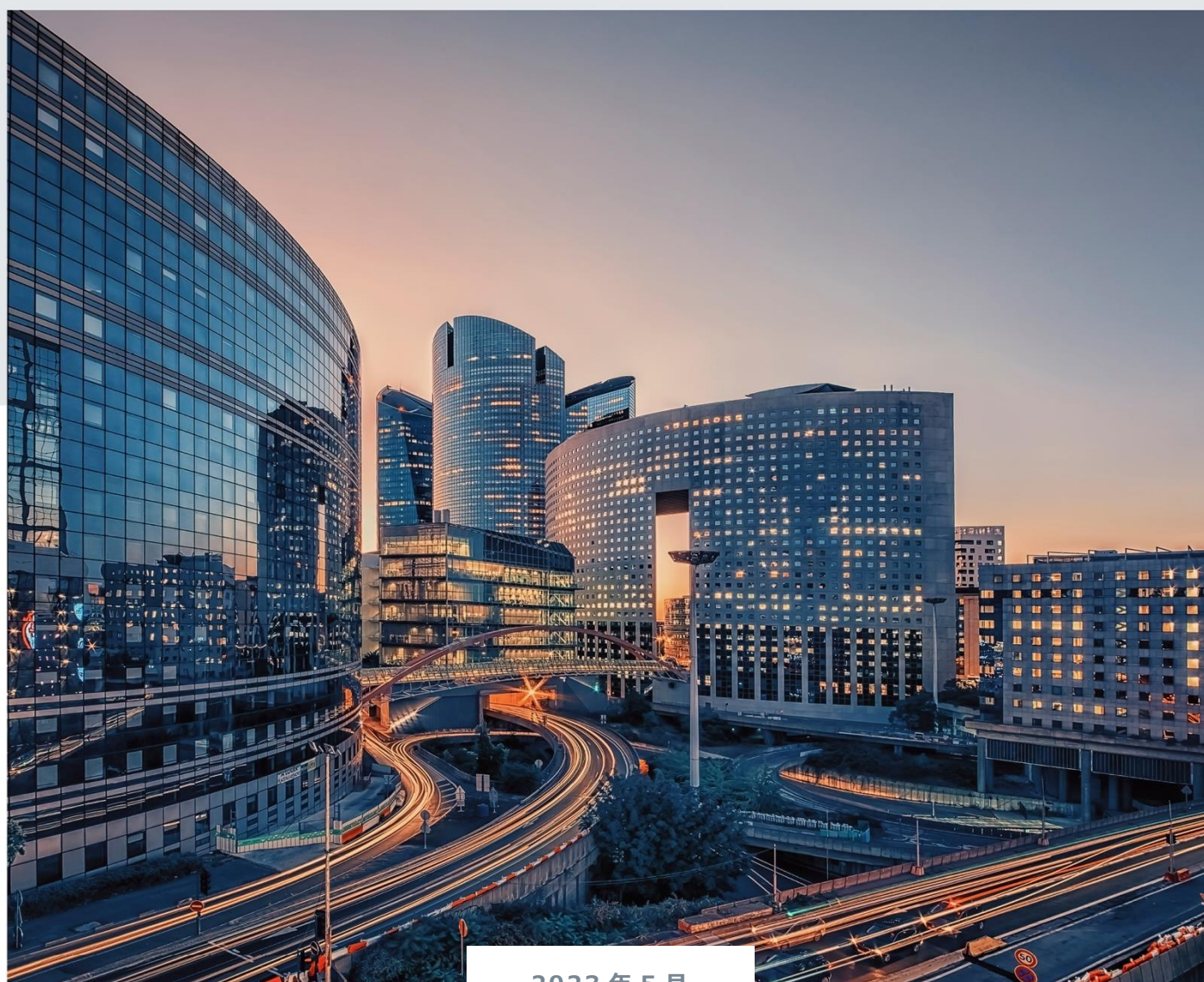


BARINGS

**欧州不動産：  
構造的な価格調整が生じるも、  
長期的な上昇トレンドは継続**

欧州不動産四半期リサーチ



2023年5月

## 要旨

### 経済

- 欧州経済はこの冬、エネルギー危機に端を発する景気後退を回避し、成長率はプラスを維持している一方、ヘッドライン・インフレ率は急速に低下していますが、コアインフレはより厳しい状況にあります。
- 15年にわたるバランスシートの改善と規制・監督の強化により、欧州の銀行は足元の市場の混乱に影響を受けることなく乗り切りました。
- 欧州中央銀行（ECB）の利上げは、コアインフレ率が引き続き高水準を維持するとすれば、市場の予想を上回るペースで行われる可能性があります。
- 英国経済は、長引く構造的ショックにより、軟調な成長率と継続的なインフレの関係性に若干の乖離があるように思料されます。

### 不動産市場

- 金利上昇は商業用不動産（CRE）価格に大きく影響し、過去12ヶ月で価値は約-20%、取引水準は-60%となりました。
- ネガティブ・リプライシングは、最も利回りが低く、長期見通しが最も良好かつ需要の高いセクターにおいて顕著となった一方、最も敬遠されていたセクターは景気後退局面にアウトパフォームしました。
- 資本市場のイベントやリファイナンス・リスクを除けば、欧州の不動産サイクルの底辺または底辺付近における投資機会は近い将来に生じると思料されます。
- 負債コストは高止まりする可能性が高く、投資家は次のサイクルにおけるリターン獲得のためさらなる努力を重ねる必要があります。投資家がアルファを獲得し、下落を回避するためには、ESGが重要な役割を果たすと思料されます。

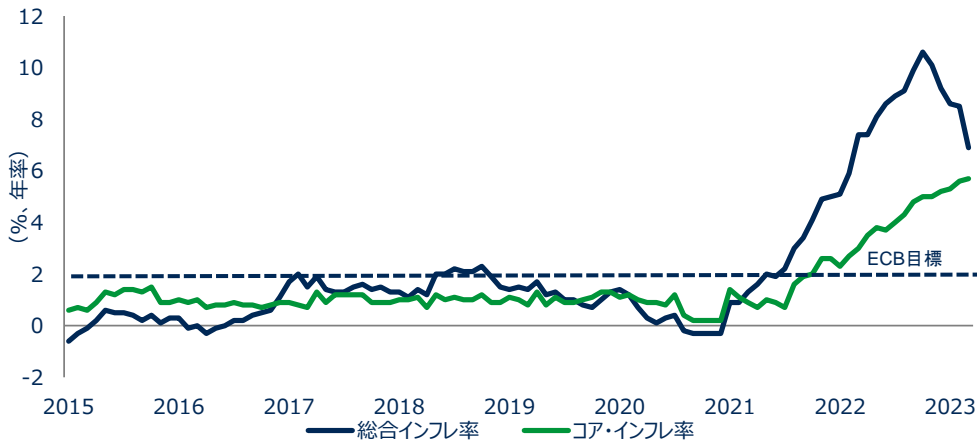
## 経済見通し

欧州は春を迎え、エネルギー不足が生じることなく冬が過ぎたことに安堵しています。経済は予想以上に好調で、第1四半期のユーロ圏GDPは0.1%の小幅な伸びとなりました。これは、ユーロ圏の総合購買担当者景気指数（PMI）が2月の52.0に続き、3月も53.7と3ヶ月連続で50を上回ったことを反映しています。しかし、欧州委員会が発表した3月の景況感指数（ESI）は99.3となり、景気拡大の目安とされる100をわずかに下回りました。

ユーロ圏のインフレ率は、堅調なエネルギー価格のベース効果に牽引され、2022年10月につけたピークの10.6%から3月には6.9%に低下しています（図1）。エネルギーおよび食品価格を除くコアインフレ率はサービス部門によって下支えされた結果、3月には5.7%と過去最高を記録しており、より継続性の強いものとなっています。一方、労働市場は、労働参加率が引き続き上昇傾向にあり、2月の失業率は6.6%と過去最低を記録するなど、引き続き堅調に推移しており、今年は若干の上昇にとどまると予測されます。これにより、インフレ率および信用コストの上昇に苦勞している家計に一定の支援を提供することのみならず、賃金の上昇圧力を引き起こしており、賃金物価スパイラルが進展するリスクが高まる可能性があります。

クレディ・スイスの破綻と競合会社UBSによるクレディ・スイス買収が立て続けに生じました。規制当局の迅速な対応や15年間にわたるバランスシートの見直しにより資本が改善した銀行セクターは、世界金融危機（GFC）後の規制・監督強化により、この不安定な状況を乗り切ることができました。しかし、銀行危機は、外生的なショックにより経済が軌道から外れる可能性があることを即時に思い起こさせます。銀行の混乱は、2023年のクレジット状況が引き続き厳しい可能性が高いことを意味します。不動産については、最も構造的な問題を抱えるセクター（セカンダリー・オフィス、非食品小売り、その他）で、短期的なファイナンス・リスクが高まる可能性があります。

図1：ユーロ圏インフレ率の推移



出所：Eurostat 2023年4月現在

成長率とインフレ率は引き続き予想を上回る持続性を示しています。ベース効果によりヘッドライン・インフレが低下し始めたものの、コアインフレは依然として高水準を維持しています。コアインフレは通常ヘッドライン・インフレに遅行するため、ECBが注目しています。コアインフレが低下しない場合、ECBは政策金利を現在の3.5%から引き上げざるを得なくなる可能性があります。

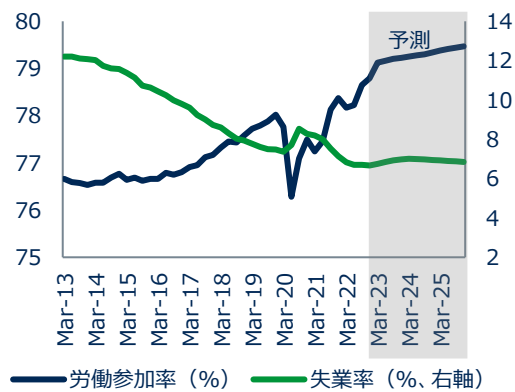
英国経済は、長引く構造的ショックによる軟調な成長率と堅調なインフレ率という、ユーロ圏とはやや異なる道歩んできていると思料されます。イングランド銀行（BOE）は、経済の減速を把握しても利上げを余儀なくされる可能性があります。

図2：GDP国別予測（%、年率）

GDP (%、年率)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2023-2027
フランス	6.8%	2.6%	0.5%	1.0%	2.6%	2.4%	1.9%	1.7%
ドイツ	2.6%	1.9%	-0.1%	1.2%	2.3%	1.9%	1.1%	1.3%
オランダ	4.9%	4.5%	1.2%	1.4%	1.6%	1.3%	1.2%	1.3%
イタリア	7.0%	3.8%	0.8%	1.0%	1.0%	0.5%	0.3%	0.7%
スペイン	5.5%	5.5%	1.6%	1.4%	2.2%	2.0%	2.0%	1.8%
スウェーデン	5.2%	2.7%	-0.7%	1.2%	2.3%	2.4%	2.3%	1.5%
英国	7.6%	4.0%	0.0%	1.5%	2.5%	2.2%	1.4%	1.5%
<b>ユーロ圏</b>	<b>5.3%</b>	<b>3.5%</b>	<b>0.6%</b>	<b>1.2%</b>	<b>2.1%</b>	<b>1.8%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.4%</b>

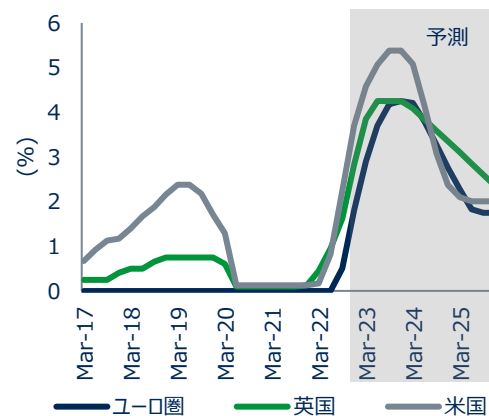
出所：Oxford Economics 2023年4月現在

図3：ユーロ圏の労働市場



出所：Oxford Economics 2023年4月現在

図4：金利見通し



出所：Oxford Economics 2023年4月現在

## 資本市場

CBREによると、欧州の商業用不動産（CRE）投資は引き続き減速しており、2023年第1四半期の取引額はわずか340億ユーロと、前年同期比-63%となっています。

この1年、欧州不動産市場では利上げが強く意識されました。プライム利回りは約100bps上昇し、約4.25%となりました（図6）。これは、年率20%超の資本価値のマイナス影響に相当します。

2023年第1四半期は、利回り変化幅が10～15bps程度まで鈍化しています（図5）。資本市場のイベントやリファイナンス・リスクを除けば、また、今年も取引が低調に推移する可能性が高いことを考慮すれば、欧州の不動産サイクルの底辺または底辺付近における投資機会は近い将来に生じると思われます。

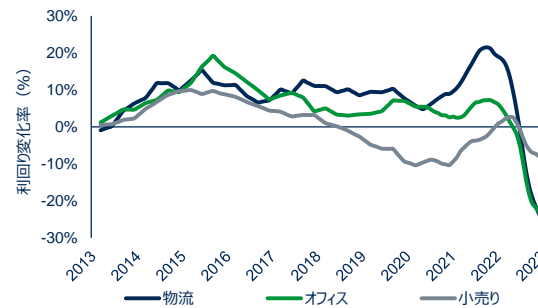
物流は、利回り上昇主導で年間約-30%の価格調整が行われましたが、ファンダメンタルズは依然として良好です（産業セクターを参照）。ESGおよびSTEMの高いグレードのオフィスや集合住宅、オンライン取引に強い食料小売りの物件の価値でさえ、年率20%から25%下落しています。これに対し、小売り倉庫やショッピングセンターは、オンライン販売の逆風にもかかわらず、年率5%から10%の下落にとどまっています。これらの業態は現在、年率5.5%から6%の収益を上げており、魅力的なテナントを留めておくだけの独占的な規模感を有している案件の競争力は高いと見られます。

金利不安のピークと、それに伴う「未知の」金融危機が過ぎ去ったと仮定すれば、不動産投資額は年後半に回復し始めると見られます。しかし、負債コストは高止まりする可能性が高く、投資家は次のサイクルにおけるリターン獲得のためさらなる努力を重ねる必要があります。投資家がアルファを獲得し、下落を回避するためには、ESGが重要な役割を果たすと見られます。

不動産の銀行クレジット供与は、セクターおよび資産の質の両面からこれまで以上に選別されてきました。第1四半期のEURIBOR5年物スワップは2.8%と安定的に推移しました。不動産デット・マージンも150bpsから200bpsで安定しており、これはCREデットの総コストが約4.5%から4.75%であることを意味します。英国では、セクターによってマージンが175bpsから250bps高くなっています。

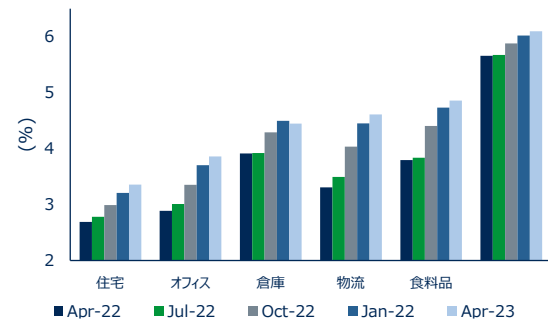
CREのリファイナンス・リスク、特に未完成の物件や過小評価されているセクター（セカンダリーオフィスや非食品小売りなど）は、主な懸念事項となっています。例えば、REITセクターは欧州のCRE投資の5%に過ぎませんが、社債償還の壁に直面しています（図7）。代替となる貸し手にとっては大きな投資機会となっています。

図5：欧州プライム商業用不動産の利回り変化



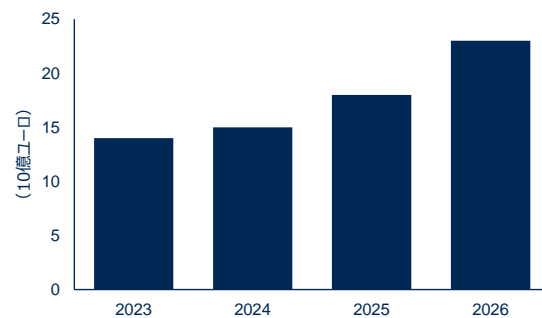
出所：CBRE 2023年4月現在

図6：欧州プライム商業用不動産の利回り



出所：CBRE 2023年4月現在

図7：欧州REITデット償還



出所：Bank of America 2023年3月現在

## 不動産市場

### オフィス・セクター

2022年、欧州オフィスのリース活動は著しく好調に推移しました。年間新規貸付面積（テイクアップ）は1,190万平方メートル（オフィスの在庫合計の5.0%）でパンデミック後最高となり、10年平均をわずかに上回りました（図8）。

欧州のオフィス空室率は2022年を通して安定的に推移し、7.8%とわずかな上昇に留まり、長期平均の約8.3%を下回りました。ロンドンやダブリンの市場では平均を上回る空室率となり、コペンハーゲン、ウィーン、マドリッドの市場では平均を下回る空室率となりました。

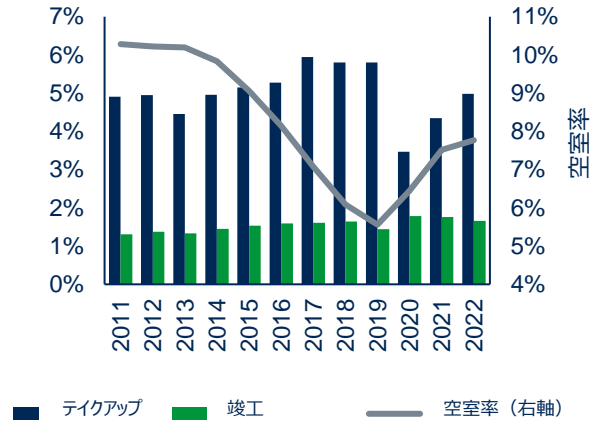
2022年の欧州の竣工済みのオフィス物件は、オフィス在庫全体の1.7%に相当し、建物のライフサイクルを40年と仮定した場合の更新率である年率2.5%を下回っています。2023年には、GFC以降で最も高い完成率（在庫の2.2%、依然として更新率を下回る）を記録すると予想され、その後は緩やかな推移となると思料されます。2023年以降のプロジェクトは、開発コストの上昇と資本価値の低下によりデベロッパーの利益が圧迫されるため、遅延される可能性があります。

欧州全域でオフィス回帰（RTO）が続いています。Savillsのレポートによると、昨年夏以降、物理的な稼働率が43%から55%に上昇しました。これに対し、パンデミック前の標準は約70%となっています。市場全体で見ると、改善傾向は明白です。通勤時間の短い小都市が主導しているだけでなく、この点においてはパリがロンドンに大きく先行しています。

RTOに対する懸念や経済的な逆風にもかかわらず、プライムオフィスの賃料は2023年3月まで年率6.7%増と力強い伸びを示しています。ESG評価において最良水準と認められるオフィスが、引き続き最も高い賃料を獲得できると思料されます。このようなオフィススペースの不足は今後ますます深刻化すると思われ、今後数年間はこのようなオフィスへの投資活動に焦点を当てる予定です。

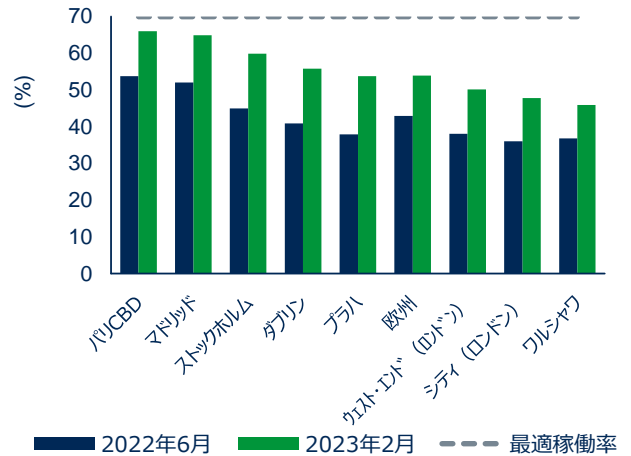
欧州のプライムオフィスの利回りは、この1年で100bps近く低下し、2023年3月までの平均は約4%となりました。今後もさらに低下することが予想されます。オランダとドイツのプライムオフィスの投資価格は最も大きく変化しており、125~150bps上昇しました。

図8：欧州オフィス：マーケット・バランス



出所：Cushman & Wakefield 2022年12月現在

図9：欧州オフィス：自然稼働率（%）



出所：Savills 2023年3月末現在

## 不動産市場

### 小売りセクター

欧州の小売売上高は、2023年2月までの12ヶ月間で-3.0%とマイナスが続いています（図10）。消費者信頼感は若干の改善が見られるものの、依然として低迷しています。消費者信頼感指数は-19となり、9月の最低値-29から上昇したものの、依然として長期平均の-12を下回っています。

堅調な労働市場は名目家計所得にとってプラスとなるものの、直近の賃金上昇はインフレ率を下回っています。これは、実質購買力の低下を意味し、「Cost of living crisis（生活費危機）」として認識されています。

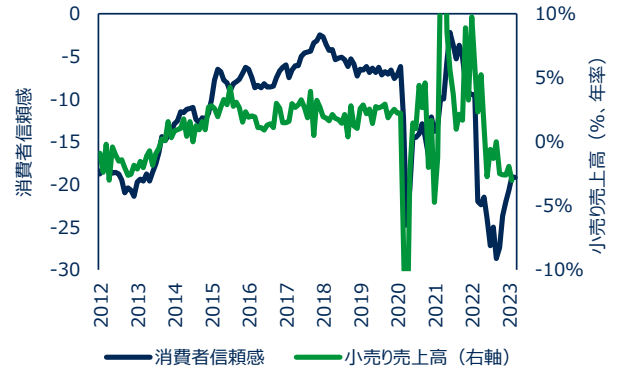
予想通り、COVID直後の小売りの復活は、実質所得の低下により短期間で終了しました。eコマースの導入率は、パンデミック時から低下したものの、長期的なプラス傾向に回帰しつつあります。実店舗の再興は、生活コストの上昇や景気の低迷、eコマースという技術革新の継続的な進化により、短期間で終了しました。

小売りの賃料は、過去12ヶ月間に約3%下落し、ドイツ、フィンランド、オランダで大幅な下落が記録されました。賃料下落の圧力は今後も継続すると思われます。

食料品は必需品であるため、価格上昇の影響をほとんど受けないことから、食料品セクターを引き続き選好します。キャパシティの制約や低いマージン、高い配送コストといったオンライン購買上の要因も、同セクターの耐性の背景となっています。最近の小売りセクターの成長は食料品から生まれており、DeliverooやUber Eatsなど店舗でピックアップする「インスタント」サービスに集中しています。

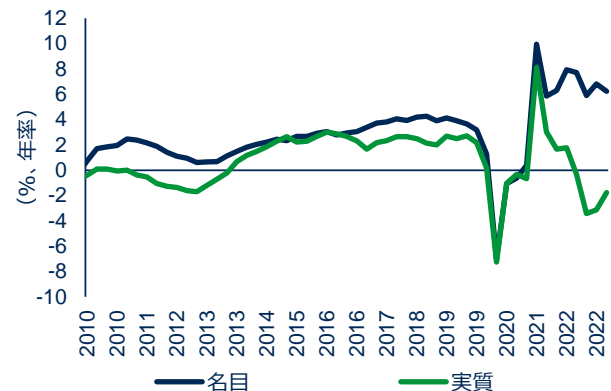
非食品小売りは過去1年でアウトパフォームし、利回りは50bps程度の上昇と、欧州のモールや大型ショッピングセンターは現在安定した評価見通しとなっています。後者は英国でも堅調な推移が始まっています。これは、投資家需要の構造的な変化なのか、それとも長期的なファンダメンタルズの悪化を反映してすでに価格に織り込まれている可能性が高いのか、注視する必要があります。

図10：欧州小売り情勢



出所：Eurostat 2023年4月現在

図11：ユーロ圏：賃金成長率（名目 & 実質）



出所：Oxford Economics 2023年4月現在

## 不動産市場

### 産業セクター

2022年の物流施設の需要は欧州全域で堅調に推移し、新規貸付面積（テイクアップ）は、2021年の過去最高値を6%下回る3,100万平方メートル超を記録しました（図12）。小売り業やeコマースのテナントによる需要はやや軟調となりましたが、対応力の強化を図りたい製造業からの需要は増加しました。

グローバル・サプライチェーン・インデックスによると、この圧力は弱まりつつあり、過剰な短期的な借り手の需要は薄れる可能性があります。しかし、eコマースやオンショアリング、グローバルに展開しない在庫維持の必要性など、他の長期的トレンドにより支えられる可能性があります。空室率は歴史的な低水準を維持しており、欧州ではわずか2.6%と前四半期からわずかに上昇しましたが、依然としてタイトな状況です。

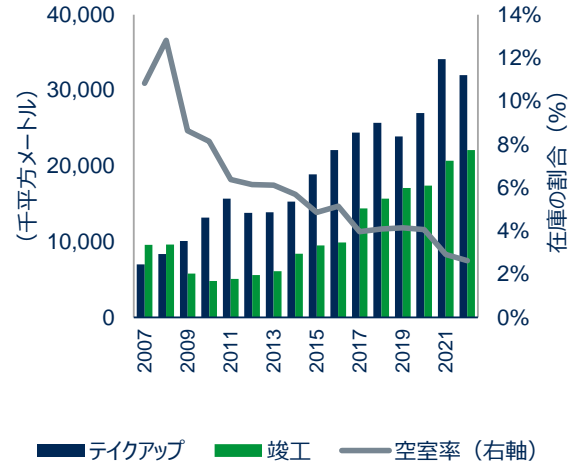
JLLによると、第4四半期の開発事業は12%減少し、主に英国とポーランドが牽引しました。第4四半期の投機的開発は950万平方メートルと全体の40%超を占め、主にポーランドや英国、スペインに集中しています。空きスペース不足と建設費の高騰は、開発の実行可能性に影響を与え、今後のテイクアップ活動の妨げとなる可能性があります。最高クオリティの建物を求める入居者には、ビルド・トゥ・スーツ（BTS）が選好されると思われます。

欧州物流施設の賃料は引き続き堅調に推移していますが、そのペースは四半期ごとに緩やかになっており、プライム物件の平均賃料は前四半期の4.3%に対し、当四半期は2.1%の上昇に留まりました。年間賃料上昇率は13.4%で、10年平均の4倍以上となっています。

近年最も人気のある不動産市場においてさえ、開発が需要に追いつかなかったことは注目に値します。非常に堅調な賃貸価格にもかかわらず、投機的行動が見られないのは、GFC後のバーゼルⅢ規制環境下における不動産開発に対する融資の厳格化を反映しているためです。

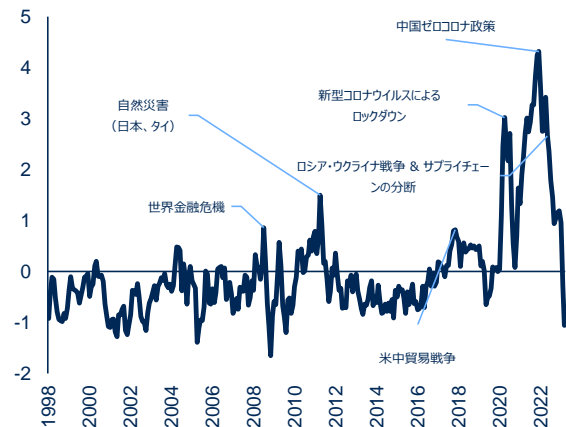
ファンダメンタルズの魅力は依然として高いものの、プライム物流利回りは過去1年間で100~200bps上昇し、2023年3月までの平均は約4.5%となりました。今後も利上げが続くと思われるが、金利不安のピークは過ぎたと見えています。物流施設が依然として魅力的な見通しであることを考慮すれば、今後数年間は緩やかな利回り低下も十分にあり得ると思料されます。

図12：欧州物流：マーケット・バランス



出所：CBRE 2022年12月末現在

図13：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 2023年3月末現在



## 不動産市場

### 住宅セクター

ユーロスタットによると、2022年第4四半期の欧州連合（EU）の住宅価格は1.5%下落し、賃料は0.6%上昇しました。年間では、住宅価格の上昇率は3.6%に鈍化し、賃料は2.5%上昇しました。EU加盟国27ヶ国中15ヶ国で価格が下落しました。英国では、国家統計局（ONS）による民間賃貸セクター（PRS）の年間賃料上昇率が、2023年3月時点で過去最高の4.6%となっています（図14）。

最新のデータによると、価格の下落傾向は第1四半期に入っても続いています。2023年3月時点で、ネーションワイド英国住宅価格指数は年率3.1%の下落、オランダ統計局は年率2.3%の下落、スウェーデンにおける価格はダンスケ銀行によると年率12%の下落となっています。

住宅価格の下落と賃料の上昇、あるいはその逆の状況は、逆説的ではありません。私たちの分析によると、住宅賃料は住宅価格より12~24ヶ月程度遅延する傾向があるという証拠が示されています。住宅価格は、利払い上昇により下落しています。賃料が上昇しているのは家主が住宅ローン支払額の上昇分をテナント側に転嫁しているためだけでなく、初回住宅購入者の購入余力が低下していることから、賃貸需要水準が維持もしくは増加しているためです。

一般に、オックスフォード・エコノミクスの予測によると、住宅価格の下落は、パンデミック期における価格の上昇幅と相関があるため、スウェーデンやオランダではより大きな調整が行われた一方、スペインやイタリアでは緩やかな軟調に留まりました（図15）。英国は例外で、おそらく構造的なショックが加わったと見られます。また、住宅ローンの変動金利の割合が高い、あるいは固定金利期間が短い場合、高い金利での借入を余儀なくされるため、住宅価格は金利の影響を受けやすくなると見られます。

欧州集合住宅の利回りはこの1年で75bps上昇し、2023年3月時点の平均は3.5%弱となりました。今後もさらに価格は弱含む（利回りは上昇）と予想されます。パリやアムステルダム、ストックホルムでは、過去1年間で約100bpsの上昇と、投資価格が大きく変化しました。

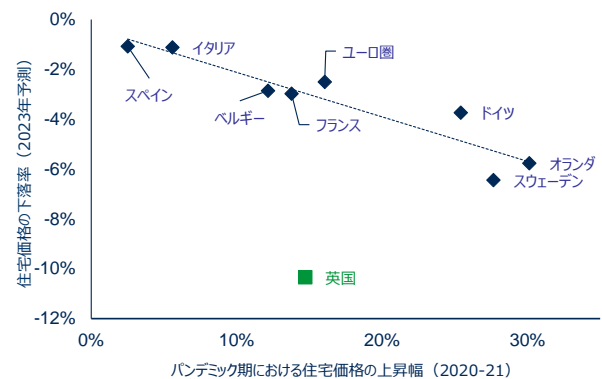
長期的には、人口動態が良好で、住宅供給圧力が最も高い場所に引き続き重点を置いています。賃料のコントロールは将来の成長を制約する可能性があります。テナントの回転率や収入期間を減らすことで、居住の安定性を高めることができます。また、ESG規制の強化により、投資や改修の機会も多くなると予想されます。

図14：英国住宅：住宅価格 VS 賃料



出所：Nationwide、ONS 2023年4月現在

図15：欧州の住宅価格



出所：Oxford Economics 2023年4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。

2917883

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.