

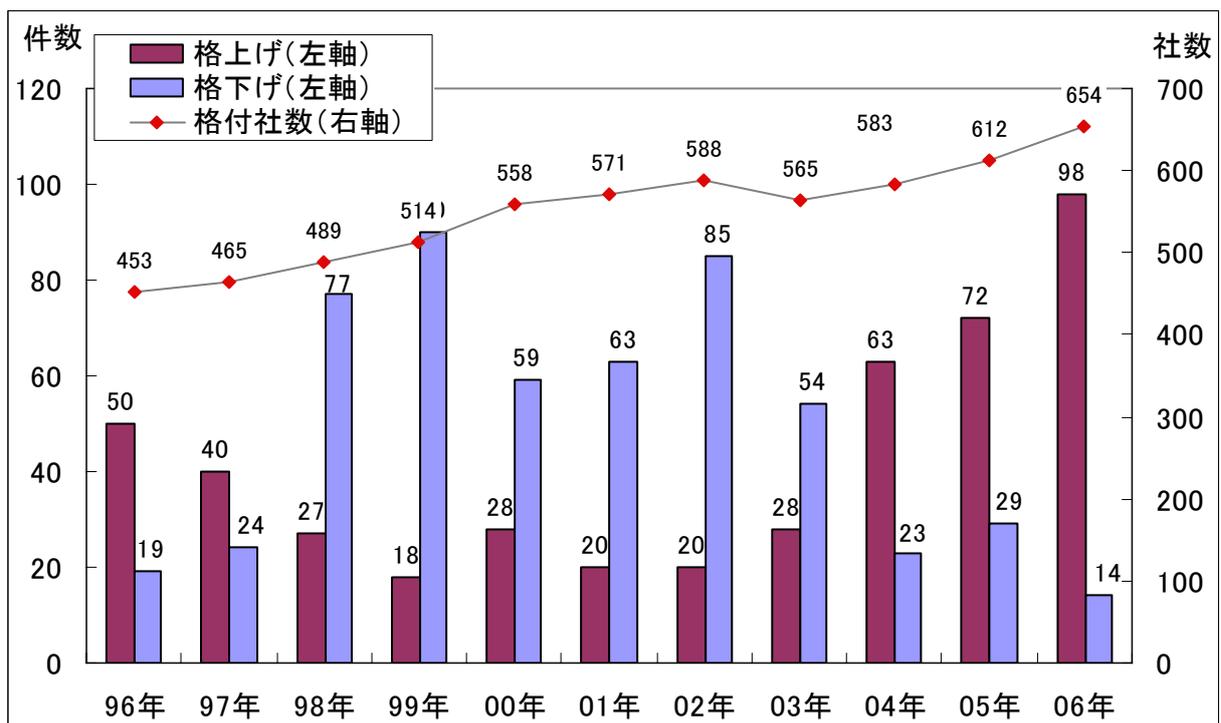
2006年の日本格付研究所の格付け実績

(株)日本格付研究所(JCR)は2006年の格付け実績をまとめた。以下、居住者(事業法人、金融法人)、非居住者、ストラクチャード・ファイナンスの各分野に分けて概括する。居住者、非居住者いづれについても格上げ数が格下げ数を大幅に上回る結果となった。

1. 居住者長期格付け

06年の長期格付け先数は654社で前年比42社の増加となった。撤回や償還により、23社が消滅したが、新規格付け先が前年を上回って65社となった。新規格付け先では、07年3月末からの新BIS規制導入に備えた資本増強を図っている地域金融機関の新規格付け取得や、引き続き格付け対象の拡大がみられ、学校法人が3件、医療法人が2件増加した。格付けの変更状況を見ると、格上げが98社、格下げが14社と04年、05年に引続き3年連続で格上げが格下げを大きく上回った。

図1 格付け変更状況(居住者長期)



個々の業界を見た場合、金融、非鉄、機械、電機、不動産で格上げがそれぞれ28社、5社、8社、8社、6社となった。収益基盤の回復と財務内容の改善に伴い信用力の向上が見られた。一方、小売業界は昨年に続き2極化した動きを見せ格上げ6社に対し格下げが4社となった。また卸売りの4社(うち総合商社2社)が格上げとなった。



News Release

格付け変更の結果、レンジ別格付け分布ではAAとBBBの高位と中位レンジの構成比が増加した。各レンジの構成比はそれぞれAAレンジ16.2% (1.9ポイント増)、Aレンジ40.4% (2.4ポイント減)、BBBレンジ37.4% (2.0ポイント増)、BBレンジ2.0% (0.6ポイント減)、Bレンジ以下0.2% (0.3ポイント減)となった。なお、06年の上場企業の倒産は2社 (05年8社)のみであり、JCRの格付け対象先のデフォルト発生は無かった。

〈特徴的な業界とその実績〉

(1) 金融：

金融分野では格上げ28社、格下げ1社と、格上げが格下げを大きく上回った。

格上げ28社の業種別内訳をみると、大手銀行4社、地域金融機関8社、生命保険3社、損害保険2社、証券3社、リース6社などとなっており、金融分野のほぼすべての業種で格上げがみられた。グループ内再編やグループ内における位置付けの明確化、シナジー効果の発揮を背景とした格上げが、数多くみられたのが06年の特徴である。

業種別に格上げの要因をみると、大手銀行4社では、収益基盤の安定化、メガバンクグループ経営の進展が主因となっている。地域金融機関8社の格上げは、不良債権処理と内部留保による財務健全化の進展、貸出金増加等による収益力の改善等が要因。生命保険で格上げとなった3社はいずれも主要生保で、逆ざやの縮小、支払余力の改善、株式含み益の増加など業界全体の財務改善傾向を背景とした格上げのほか、増資を踏まえた格上げもあった。損害保険2社の格上げは、いずれもグループ内における位置付けの明確化を要因としたもの。証券2社の格上げは、顧客基盤拡大に向けた取り組みの進展、財務の安定性向上を背景としたもの。リース6社の格上げは、顧客基盤の拡大、収益力の向上、自己資本の充実によるものが多かったほか、メガバンクのグループ内再編に伴う格上げもあった。

格下げ先は地域金融機関1社にとどまったが、10月に消費者金融会社などノンバンク8社を方向性ネガティブでクレジットモニターの対象としており、現在も継続中である点には注意しておく必要がある。06年1月の最高裁判決以降活発化した貸金業制度改革論議は、年末の貸金業法改正によりノンバンクにとって非常に厳しい結果で落ち着いた。金融分野では多くの業種で格付けが上がる傾向があるが、その中でグリーゾーン金利商品を主力としてきたノンバンクの格付けには下方圧力がかかっている。

なお、金融分野では格付け取得意欲が引き続き旺盛で、新規格付先が25先と高水準で推移している。業種別にみると、地域金融機関が14先 (うち10社が第二地銀およびその持株会社)、証券4社、リース2社、短資2社などとなっている。

(2) 非鉄：

06年においては、非鉄製錬大手6社中5社が格上げとなった。非鉄市況の高騰が収益を押し上げた面を除いても、構造的な改善がみられたことを反映した結果である。具体的には、財務体質の継続的な改善や事業構造改革の進展に加えて、主力事業の競争力強化が進んだことを評価した。特に、製錬事業では中国・インドの台頭や非鉄メジャーの寡占化が進む中、買鉱製錬型の事業モデルからの脱却が求められており、鉱山開発やリサイクル拡大による競争力強化が重要な評価ポイントとなった。なお、06年央以降の銅の買鉱交渉における非鉄メジャーの強硬姿勢は従来の想定を超えるものであり、今後の交渉の行方には注意を要する。もっとも、非鉄製錬大手と一口にいっても製錬事業の収益ウェイトは個社ごとに大きく異なっており、三井金属鉱業では非製錬事業 (中間素材) の競争力強化を評価した。

(3) 機械：

内外におよぶ民間設備投資の増加に加え、インフラ整備やエネルギー開発の進展等を背景に機械需要が堅調な伸びを示すなど、事業環境は良好である。格上げとなった企業をみると、生産性の向上や不採算部門の損益改善などに取り組み、収益体質が強化されていたことに、こうした事業環境の好転が加わり、収益水準が上昇している。また、有利子負債の削減が進んでいるほか、収益拡大が自己資本の蓄積を加速、リスクバッファの充実化につながっているケースが多い。当業界は総じて民間設備投資の動向に左右されやすく、その減少局面では、収益に対する影響は不可避である。しかし、格上げした企業は収益体質の改善や財務基盤の強化が継続する見通しで、不況時への対応も進んでいると考えられる。

(4) 電機：

格上げとなった企業を見ると、アドバンテストや東京エレクトロンといった半導体製造装置メーカーおよび日本電産など電子部品メーカーが目立つ。半導体製造装置メーカーについては、①近年、生産リードタイム短縮や固定費の適正化など抜本的な構造改革に取り組んだ結果、不況期でも十分な収益をあげられるような収益構造が構築されてきている点、②在庫や売上債権の圧縮などキャッシュフロー重視の経営により財務基盤の強化が進んでいる点を評価したケースが多い。一方、電子部品メーカーについても継続的な固定費圧縮などにより収益基盤の強化がなされたうえ、デジタル関連分野向け製品などの需要増加で収益が拡大、それが財務基盤の強化に結びついた点を評価したケースがみられる。

(5) 不動産：

不動産市況の回復が各社の収益を押し上げている。これまでもマンションなど不動産分譲事業は堅調に推移していたが、近時は不動産賃貸事業についても著しい事業環境の改善が見られる。かつては、バブル崩壊後の経済低迷や「2003年問題」などによるオフィスの需給バランス悪化が、不動産賃貸事業の大きな足枷となっていた。近年、景気回復を背景に特に都心にあるオフィスビルへの需要が急増する一方で、新規供給は減少、このため需給は大幅に改善し、空室率の低下や賃料の反転上昇につながっている。この流れは当面続くと考えられる。こうした状況をもっとも享受しやすい立場にある大手総合不動産は、実際にキャッシュフロー創出力を大幅に向上させており、財務基盤の強化も進んでいることから、見直し対象の4社全てを格上げとした。

(6) 小売：

格上げ、格下げともに個別の要因が大きい。総じて言えば、顧客ニーズが変化し多様化する中でそれに対応したビジネスモデルを展開し、財務基盤を改善できている企業が格上げ、経営体制の変更に伴い財務基盤が悪化した企業が格下げとなっている。格上げした百貨店2社は、それぞれ弱点を克服するための施策が奏功し収益力が改善し、財務体質も大きく改善している点を評価した。パルコは店舗のスクラップ&ビルドにより事業ポートフォリオが大きく改善することを織り込んだ。バロー、ドン・キホーテは積極的に事業基盤を拡大する一方で、エクイティファイナンスの活用により財務基盤が強化された点を評価した。一方、格下げした企業では、イトーヨーカ堂とセブン-イレブンの2社はミレニアムリテイリング買収によるグループの財務構成の悪化、すかいらーくはMBOによる有利子負債の増加に伴う財務内容の悪化をそれぞれ反映した。

(7) 卸売り (総合商社) :

当業界では、事業の選択と集中を進めてきたことに加え、足許では資源エネルギー関連の価格が高水準で推移するなど、外部環境が好転していることもあり、各社とも過去最高レベルの業績を確保している。好業績を背景に「攻め」の経営姿勢を強め、新規投資を積極化させている。投資先では、資源エネルギー関連分野が多くなっているが、伊藤忠商事では消費関連分野を重点分野とし、いすゞ自動車や日本アクセスへの投資も行っている。丸紅では、食料分野でのバリューチェーン構築を目指し、ダイエーへの投資を行い、さらに海外 IPP 関連への投資も積極化させている。投資の積極化に伴いリスクアセットの増加が懸念されるが、各社ともリスク管理に注力し、自己資本の蓄積も進めていることから、格付けへの影響は限定的であろう。

2. 非居住者長期格付け (非日系)

2006年の世界経済は、前年に引き続き原油価格高騰などのリスク要因は存在したが、最大の牽引役である米国が緩やかな減速傾向にあるものの底堅く推移し、EUが景気拡大のペースを加速する中、エマージング諸国においては、規模・影響度の大きい中国・インドの高成長の継続、輸出・投資の進展や景況感の改善による内需の伸び等により、多くの国で順調な経済の進展が見られた。その結果、歳入増により財政収支面での改善を実現した国も多かった。特にロシア、中南米などの原油・天然ガス等一次産品輸出国は、国際商品市況の改善による恩恵を享受した。一方、財政規律、産業競争力、投資環境などの面における各国の状況や競争優位のあり方によって、同一地域に属する国であっても経済の進展や改善の度合いにはばらつきが見られた。

このような経済環境の中、企業の経営環境も全般的に良好で、多くの企業で事業成績の改善傾向が見られたが、中には、原油価格の上昇の影響を受け北米市場における自動車販売がさらに厳しい状況となるなど、個別の産業・市場においては激化する競争環境下で厳しい対応を迫られる企業の事例も見られた。

上記の国際マクロ経済状況や企業の事業環境を背景として06年のJCRの非居住者長期格付けにおいては、新規(12件)、レビュー(61件)、合計73件の格付けを行った。以下に、格付け(および見直し)の変更を行った案件についてその要点を述べる。

	2005年	2006年
格付け件数	59	73
格上げ件数	3	13
格下げ件数	2	3
格付け撤回	2	0
見直し変更(注)	3	9
s → p	2	3
s → n	1	3
n → s	0	3
p → s	0	0

注1) s: 安定的, p: ポジティブ, n: ネガティブ 注2) 06年のタイについてのクレジットモニター見直し方向の変更を含む

1) 格付けの変更 (格上げ : 13 件、格下げ : 3 件)

<アジア>

(1) マレーシア (外貨建長期優先債務 : 「A-(ポジティブ)」 → 「A(安定的)」)

アブドラ政権下におけるマクロ経済の安定性、政治社会の安定性、財政ポジションの改善傾向、金融システムの安定性向上などを主に評価した。

(2) インドネシア (外貨建長期優先債務 : 「B+(安定的)」 → 「BB-(安定的)」、本国通貨建長期優先債務 : 「B+(安定的)」 → 「BB(安定的)」)

安定的な経済の回復が続く中で、順調に政府債務と対外債務の水準が低下し各種のショックに対する脆弱性が低減していることなどを評価した。

(3) 韓国 (外貨建長期優先債務 : 「A(ポジティブ)」 → 「A+(安定的)」)

マクロ経済の安定性、原油価格高騰、資材価格高騰およびウォン高といった輸出産業にとり極めて厳しい経営環境にも拘わらず、97年経済危機以降の企業構造改革の成果に加え、輸出産業の生産性改善努力の効果もあって同国の輸出が比較的良好な成長傾向を持続していること、比較的良好な政府財政ポジション、金融システムの安定性、良好な外貨流動性ポジションなどを主に評価した。

(4) 韓国電力公社 (外貨建長期優先債務 : 「A(ポジティブ)」 → 「A+(安定的)」)

(5) 韓国産業銀行 (外貨建長期優先債務 : 「Ap(ポジティブ)」 → 「A+p(安定的)」)

(6) 韓国中小企業銀行 (外貨建長期優先債務 : 「A(ポジティブ)」 → 「A+(安定的)」)

(7) 大田広域市 (外貨建長期優先債務 : 「A(ポジティブ)」 → 「A+(安定的)」)

(8) 大田リバーサイド・エクスプレスウェイ・ファンディング・ピーエルシー (外貨建債券 : 「A(ポジティブ)」 → 「A+(安定的)」)

上記(4)~(8)は(3)の韓国のソブリン格付けの変更を反映した。

<欧州>

(9) ポルトガル (外貨建長期優先債務 : 「AA(ネガティブ)」 → 「AA-(安定的)」、本国通貨建長期優先債務 : 「AA(ネガティブ)」 → 「AA-(安定的)」)

構造改革には着手したものの一層の改善努力を必要とする財政構造と、構造改革の進展までには当面低めの成長が続くものと予測される経済状況等を考慮し格下げを実施した。

(10) スロバキア (外貨建長期優先債務 : 「A-(ポジティブ)」 → 「A(安定的)」、本国通貨建長期優先債務 : 「A(ポジティブ)」 → 「A+(安定的)」)

経済・財政の改善や ERM2 採用など 09 年 1 月のユーロ導入に向けた準備が着実に進展していることを主に評価した。

(11) ハンガリー (外貨建長期優先債務 : 「A(安定的)」 → 「A-(安定的)」)

JCR の予想をはるかに上回るペースで 06 年度財政赤字の拡大が進んでおり中期的にも政府債務の増加が不可避となったこと、大規模な財政赤字削減策の完全実施も依然不透明な情勢にあることなどから格下げを実施した。

(12) **ブルガリア** (外貨建長期優先債務：「BBB(ポジティブ)」→「BBB+(安定的)」、自国通貨建長期優先債務：「BBB+(ポジティブ)」→「A-(安定的)」)

(13) **ルーマニア** (外貨建長期優先債務：「BBB-(安定的)」→「BBB(安定的)」、自国通貨建長期優先債務：「BBB(安定的)」→「BBB+(安定的)」)

上記(12)(13)の両国については、本年(07年)1月のEU加盟が確実となったことを受けて、今後とも高度な政治、経済、財政システムが確保されるとともにEUからの多額の補助金などにも支えられ順調な経済成長が期待されることを主に評価した。

(14) **スロベニア** (外貨建長期優先債務：「AA-(ポジティブ)」→「AA(安定的)」)

本年(07年)1月からのユーロ導入決定と導入準備の着実な進展から円滑なユーロへの移行が可能となったことを主に評価した。

<米州>

(15) **メキシコ** (外貨建長期優先債務：「BBB(安定的)」→「BBB+(安定的)」、自国通貨建長期優先債務：「A-(安定的)」→「A(安定的)」)

過去10年にわたる財政赤字の縮小努力による収支均衡の達成等による財政ポジションの改善、安定的な経済成長の実現、これまで停滞していた企業統治改革の前進等を評価した。

(16) **フォード・モーター・クレジット** (外貨建債券：「BBB+(ネガティブ)」→「BBB-(ネガティブ)」→「BB(ネガティブ)」→「BB-(ネガティブ)」)

北米自動車市場の競争激化を背景にした市場シェアの低下と販売車種構成の悪化により親会社の債務状況が大幅に悪化したことなどを反映し格下げを実施した。

2) 格付け見通しの変更

<アジア>

(1) **フィリピン** (外貨建・自国通貨建長期優先債務：ネガティブ→安定的)

政治危機の克服と度重なる政治危機にも拘わらず海外労働者送金に支えられたマクロ経済が比較的安定的に推移していること、財政ポジションの改善傾向などを主に評価した。

(2) **インド** (外貨建・自国通貨建長期優先債務：安定的→ポジティブ)

国民会議派主導の連立政権による貧困層に配慮した構造改革路線の推進、サービス部門の発展等に支えられた比較的安定的なマクロ経済パフォーマンス、比較的健全な外貨流動性ポジション、印パ関係の改善傾向など、同国の格付けを支えるポジティブな要因に加え、財政赤字問題の改善傾向が続く可能性が高まってきたこと、堅調なサービス部門を主な牽引役として中期的に7%程度の比較的高い経済成長を持続できる可能性が高まってきたことなどを評価した。

(3) **インド輸出入銀行** (外貨建・自国通貨建長期優先債務：安定的→ポジティブ)

上記(3)のインドのソブリン格付けの見直し変更を反映した。

(4) **タイ** (外貨建・自国通貨建長期優先債務：安定的→クレジット・モニター/ネガティブ→安定的)

- (5) タイ石油開発公社（外貨建・自国通貨建長期優先債務：安定的→クレジット・モニター/ネガティブ→安定的）

06年9月の軍事クーデターの発生により、政治的な不透明性が長期化する恐れがあったため格付けをクレジット・モニター（ネガティブ）の対象としたが、その後の展開により予想以上の早さで事態が沈静化したため11月に同モニターを解除し格付けを据え置いた。

<欧州>

- (6) イタリア（外貨建・自国通貨建長期優先債務：安定的→ネガティブ）

緩やかな回復傾向にあるものの低目の経済成長と、増加傾向にある年金・保健支出等を背景に、大幅な歳出削減が急務である財政状況を主に考慮し変更した。

- (7) チェコ（外貨建・自国通貨建長期優先債務：安定的→ポジティブ）

政局の不透明から経済、財政改革がやや遅れることは避けられないものの、経済の順調な拡大が財政赤字の改善に寄与しており、先行きも財政赤字が大幅に悪化するリスクが小さいことから変更した。

3. ストラクチャード・ファイナンス

JCRが06年に新規に格付けを公表したストラクチャード・ファイナンス案件は165件であった。

06年の証券化市場は、昨年に引き続きRMBSが牽引役となり、公表案件ベースでの発行規模は過去最高の実施額となった模様である。一方で、ノンバンクをオリジネーターとする案件は、堅調な景況感や金融環境を受け、よりコストの低い間接金融での調達選択や貸金業法改正などの影響により、引き続き減少傾向が観察されている。一方で、いわゆる事業の証券化と呼ばれる案件に格付けが付与されるなど、格付け対象に広がりが見られた。不動産関連では、東京都心部を中心に一部の地域では反転から高騰との報道もなされるなか、引き続き活発なマーケット環境をうけ、不動産を所有するSPCに対するノンリコースローンを束ねた、コンデュイット型の案件が多く組成された模様である。

金銭債権を対象とした公表案件としては、芙蓉総合リースがオリジネーターの、リース料債権証券化案件（「Tetra Ohro Trust Certificate Series」など）、野村証券がアレンジしたシンセティックCDOである「Cypher Limited」、池田銀行をオリジネーターとしたRMBSである「IBKトラスト優先受益権」などがあった。芙蓉総合リースをオリジネーターとする証券化案件は06年で4件格付けが付与されたほか、共友リースが2件公表を行うなど、継続的に証券化の実行・格付けの取得を行うオリジネーターがある一方で、証券化市場から遠ざかっているノンバンクのオリジネーターも少なくない。なお、芙蓉総合リースの案件は、JCRとして初めてサービサーの格付けを対象としたトリガーをもうけることで、サービサーの信用悪化に対して事前にコミングリングリスクを補完する手当てを行うスキームとなっている。

地方銀行がアレンジャーとなった案件も、昨年以上に増加した。八十二銀行「野原産業株式会社手形債権ABL」、北陸銀行（「株式会社日平トヤマ手形債権ABL」、「株式会社ジューテック手形債権ABL」）、百五銀行（「手形債権ABL（オリジネーター名非開示）」）、中国銀行（「株式会社中島商会手形債権信託



News Release

優先受益権) など、アレンジャーとして取り組んだ地方銀行の広がりがあったことに加え、従前から流動化を実施していた地方銀行も、新たなオリジネーターで新規案件を組成するなど、活発な動きが観察された。

不動産を対象とした公表案件では、広島銀行がアレンジした、広島を地盤とするデベロッパーのトータテによる、広島市に建設予定のタワー型分譲マンション開発型証券化案件である「トータテ東千田特定目的会社」発行の(第1回及び第2回)社債・ABLに「A」・「BBB」の格付けを付与した。また12月には、JCRではJ-REITに対する初の公表格付けとして、「ケネディクス不動産投資法人」に長期優先債務「A+/安定的」を付与した。

06年の格付けの見直し結果は、格上げとなった案件が目立った。コーポレートの信用力の改善を受けた格上げ(第一生命第2回基金流動化特定目的会社、住友生命基金流動化株式会社)に加え、昨年7月・10月に格付けを付与したシンセティックCDO「オクターブリミテッド」のように、期間の経過とともに信用補完水準が上昇したことにより格上げになった案件と、良好な景況感が格付けに反映されている。07年も、06年同様に、格上げの対象となる案件が出てくるものと思われる。

以上

表1

業種別格上げ、格下げ状況

業種	2003年		2004年		2005年		2006年	
	格上げ	格下げ	格上げ	格下げ	格上げ	格下げ	格上げ	格下げ
食料品	3	1	1	0	1	0	1	1
繊維	0	0	1	0	0	0	0	0
パルプ紙	0	0	0	1	0	1	0	0
化学	2	1	6	0	4	0	4	0
医薬品	1	0	0	0	0	0	2	0
石油石炭	0	2	2	0	0	0	1	0
ゴム	1	0	0	0	2	0	1	0
ガラス	0	0	0	0	0	0	3	1
鉄鋼	3	0	7	0	3	1	3	0
非鉄	0	1	1	0	1	0	5	0
金属	0	1	0	0	0	0	1	0
機械	0	1	3	0	5	1	8	0
電機	2	5	4	2	4	3	8	0
輸送	2	2	5	3	2	0	0	0
精密	0	0	1	0	0	0	6	0
他製品	1	2	3	1	0	1	0	1
製造業計	15	16	34	7	22	7	43	3

(つづく)

格付けは、信用すべき情報に基づいたJCRの意見の表明であり、その正確性、完全性、特定の目的への適合性等は一切保証されておりません。また、格付けは、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の売買・保有を推奨するものではありません。格付けは原則として発行者から対価を受領して行っております。

※無断コピー・転送は固くお断りします。

株式会社 **日本格付研究所**

〒104-0061 東京都中央区銀座5-15-8 時事通信ビル

<情報提供電子メディア(検索コード)>

BLOOMBERG (和文: JCRA / 英文: JCR) REUTERS (EJCRA)

QUICK (和文: QR / 英文: QQ) TELERATE JIJI PRESS

<お問い合わせ先>

TEL: 03-3544-7013 FAX: 03-3544-7026 担当: 情報・研修部

http://www.jcr.co.jp

表1 (つづき)

業種	2003年		2004年		2005年		2006年	
	格上げ	格下げ	格上げ	格下げ	格上げ	格下げ	格上げ	格下げ
建設	0	3	1	1	3	3	1	0
電気・ガス	0	5	0	0	2	0	0	0
陸運	0	3	2	1	1	2	4	1
海運	2	0	3	0	1	0	0	0
空運	0	2	0	0	0	2	0	2
運輸倉庫	0	1	0	0	0	0	0	1
情報通信	2	0	0	0	1	1	1	0
卸売	3	3	4	3	6	1	4	0
小売	1	5	3	5	4	4	6	4
銀行	2	10	8	2	19	3	12	1
証券、商先	0	0	1	0	1	0	3	0
保険	1	2	2	1	3	2	5	0
他金融	1	3	2	3	6	2	8	0
不動産	0	1	3	0	2	0	6	0
サービス	1	0	0	0	0	2	5	2
非製造計	13	38	29	16	49	22	55	11
合計	28	54	63	23	71	29	98	14
財投機関	0	0	0	0	1	0	0	0

表2

格付け分布状況 (レンジ別)

格付け	2003年		2004年		2005年		2006年	
	社数	構成比(%)	社数	構成比(%)	社数	構成比(%)	社数	構成比(%)
AAA	27	4.8	27	4.6	27	4.4	25	3.8
AA	78	13.8	84	14.4	87	14.3	106	16.2
A	232	41.1	248	42.5	262	42.8	264	40.4
BBB	197	34.9	200	34.3	217	35.4	245	37.4
BB	28	4.9	21	3.6	16	2.6	13	2.0
B	3	0.5	2	0.3	3	0.5	1	0.2
CCC~C	0	0.0	1	0.2	0	0	0	0.0
D	0	0.0	0	0.0	0	0	0	0.0
計	565	100	583	100	612	100	654	100

注1) 格上げ/格下げ社数は年間複数回あった場合は1社とカウントしている。

注2) 格付数は各12月末の国内格付け対象先数。

国債、地方債、持ち株会社以外の保証債発行先、ストラクチャードファイナンスは除く。