国内経済

大都市圏の賃貸住宅投資の現状と課題

要　　旨

賃貸住宅の着工が、堅調に推移している。超低金利が続く中、資産運用対象として選好されていることが背景にあるが、家賃下落や入居率低下についての経営リスクや課題も多い。その中でも需給については、大都市圏を中心に賃貸住宅志向が強まっている反面、今後は若年人口の急速な減少により需要が減少することが予想される。今後は、ニーズに対応した賃貸住宅投資の誘導・促進政策が求められているが、個別の賃貸住宅経営においても、長期的視点に立った賃貸住宅の提供が重要であろう。

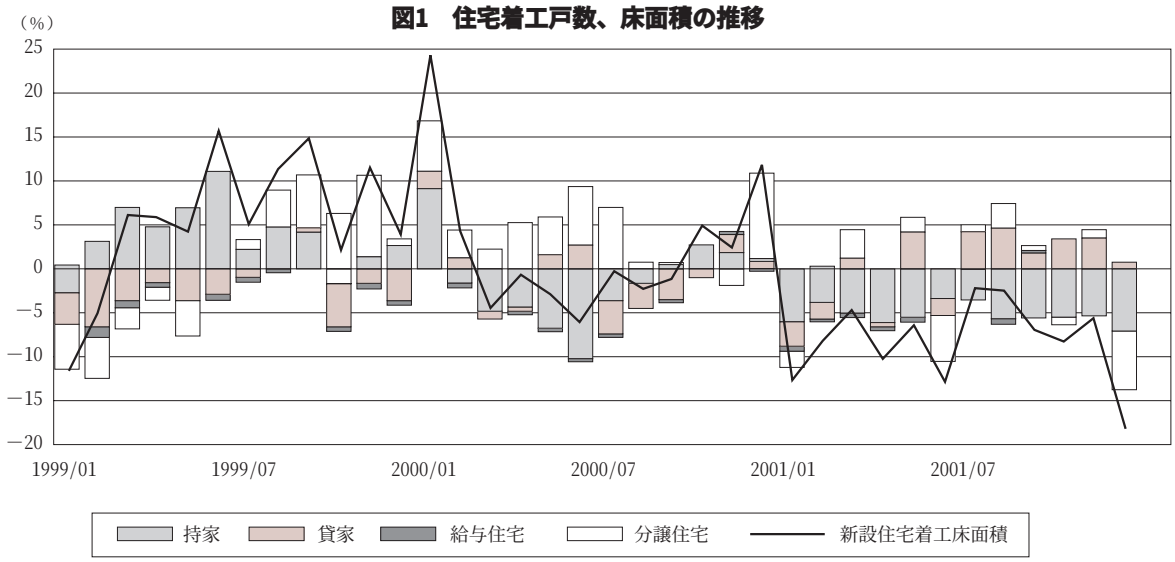
賃貸住宅の着工が、堅調に推移している。2001年の持家着工戸数は、前年比▲14.3％と大幅に減少し、2年連続の減少となったのに対し、賃貸住宅着工戸数は前年比＋4.0％の増加であった。同着工床面積も、2年連続のプラス（＋1.0％）となっている（図1）。また、利用関係別構成ウエイトを見ると、賃貸住宅着工は全体戸数の約3割、改増築を含む着工床面積でも約2割という比率を維持している。

都市と地方の比較では、大都市圏、特に東京近距離圏での賃貸住宅着工の伸びが、地方圏に比べて高い。

不況が月を追って深刻化し、マイナスの経済指標が当たり前だった2001年の日本経済においては、堅調な賃貸住宅着工動向はマクロ的にも目立つ現象であったが、そこに問題や課題は無いのであろうか。本稿ではそれを、①賃貸住宅の持つ資産運用的側面、②社会構造変化を踏まえた賃貸住宅ニーズへの対応、といった二つの観点から考え直してみたい。

まず始めに、堅調な賃貸住宅着工の背景としてあげられる「賃貸住宅の資産運用的側面」について考えてみる。超低金利環境の下、土地所有者（老齢化や不況によって、事業中止の自営業主が最近増加している）の資産活用目的と、住宅供給メーカーの貸家受注努力が結びついた

図1　住宅着工戸数、床面積の推移



資料　国土交通省「住宅着工統計」から農中総研作成
（注１）前年同月比増減率　（注２）棒グラフは戸数

ことで、賃貸住宅着工は堅調に推移しているといわれている（建設統計月報　2002年3月号）。

しかし、資産運用として賃貸住宅経営を考える場合には、長期的な収益性とリスクをどのように捉えるかということが問題になる。現在はゼロ金利政策の下、預貯金利率が超低水準にあるが、その一方で、株や為替はリスクが高いというイメージから、積極的に投資する対象にはなりにくいという状況がある。これに対し、資産運用対象としての賃貸住宅経営が注目されているが、そのリスクとリターンを、モデルケースを通じて整理してみたい。

次に、第二の観点として、人口が減少するという社会構造変化を踏まえた賃貸住宅ニーズへの対応について考えてみる。

1998年に行われた住宅・土地調査（総務省）によると、普通世帯4413万世帯のうち、38％の1673万世帯が借家で暮らしている。また、その借家居住世帯の7割、全世帯の27％が、民営の借家で暮らしており、現在民営の賃貸住宅に暮らす層は一定の割合に達している。

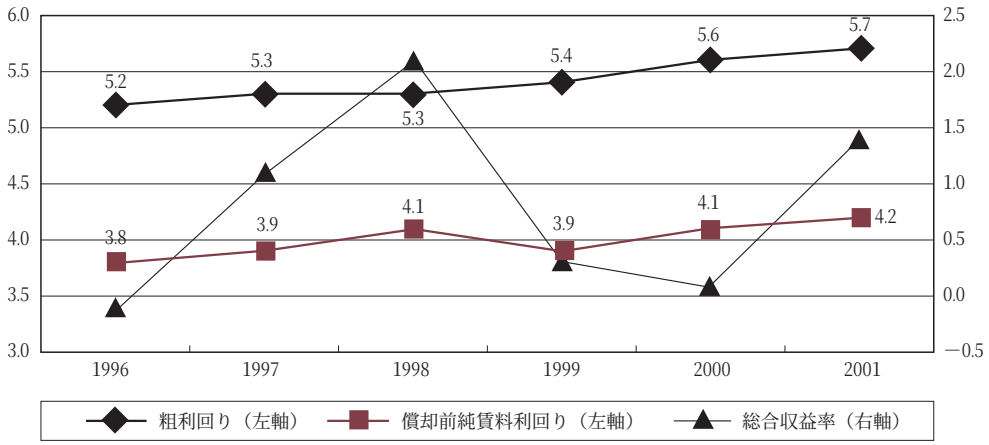
しかし、わが国の戦後住宅政策は、土地付き持家の取得促進が中心であったため、賃貸住宅政策は後位に置かれ、その誘導策も内容的に貧弱なものであった。賃貸住宅は、就学・就職にともなう居住場所の確保や持家取得までの仮住まいとしての位置付けにとどまり、質の向上はどちらかというと軽視されていた。

ただし、今後は少子・高齢化社会の到来によって、若年単身者や新婚世帯という従来からの賃貸住宅需要層は着実に減少していく。需要の減少が予想される中では、一層ニーズに合致した賃貸住宅の提供が求められていくこととなり、ニーズから乖離した賃貸住宅は、競合が激化する中で、入居率や家賃の低下等、資産運用面での収益悪化が予想される。

（1）賃貸住宅の投資収益性

2001年10～12月期の貸家着工戸数は、前年比＋8.6％と堅調だった。これについて、内閣府幹部は「株価低迷や金利低下の中で、単身若者世帯の増加に着目した土地持ち資産家層がワンルームマンションなどを建てているようだ」との見方をしている（日本経済新聞02年3月18

図2　賃貸住宅各種利回り



（資料）（財）日本不動産研究所「全国賃料統計」

粗利回り＝年間実質賃料 / 資産価値
資産価値＝土地価格＋建物価格
償却前純賃料利回り（%）＝（年間実質賃料－減価償却を除く必要経費）/ 資産価値
総合収益率＝償却前純賃料利回り（インカムゲイン）＋資産価値変動率（キャピタルゲイン / ロス）
（注）建物は毎年新築を想定するので、経年減価することがない。
賃料も新規賃料を想定。
なお、不動産取得・保有・売却による諸費用は考慮していない。

日朝刊)。

しかし、デフレ・超低金利という投資環境のもと、賃貸住宅投資の投資収益性は他の金融商品に比べ優れているのであろうか。

以下では、利回り計算事例を紹介した後、モデルをシミュレートすることで、賃貸住宅の投資収益性を検証してみる。

まず、賃貸住宅経営の収益利回りを（財）日本不動産研究所の全国賃料統計から見てみる。ここでは、単年度の収益を計算しており、建物は常に新築、賃料も新規貸家賃料を想定していることに留意が必要である。図2は、その投資利回りの推移をグラフにしたものである。分母の地価が下落していることにより、粗利回り（年間実質賃貸料÷（土地価格＋建物価格））は5.7％、償却前純賃料利回り（（年間実質賃貸料－減価償却を除く必要経費）÷（土地価格＋建物価格））は4.2％となっており、ともに短期的には上昇傾向にある。一方、償却前純賃料利回りにキャピタルゲイン（ロス）を含めた総合収益率は地価の動向によって大きく振れている。

しかし、現実には賃貸住宅への投資は、長期保有を前提としている。ここでは、都下等の首都圏近距離地域において、耐用年数25年の鉄骨造アパートを経営した場合をイメージし投資収益性を見てみよう。（事例前提は枠内のようになっている。）

賃貸収益は、賃貸収入から賃貸経費を差し引くことで算出される。賃貸収入とは各住戸家賃に入居率をかけたものであり、それ以外の駐車料金や共益負担収入などは含めていない。

賃貸経費は税金、損害保険料、委託管理費用、維持管理・修繕費という実際の支出を伴なうものとし、本節では減価償却費は含めずに計算する。賃貸収入に対する賃貸費用の建築経過後の推移は図3のようになる。

初期費用は建設費のみ考慮し、土地価格を含めない。これは投資家が自己所有の土地で賃貸経営を行う場合のインカムゲイン部分の投資収益性を考慮したものである。

さらに、長期にわたる賃貸住宅投資をおこなう場合、家賃動向が収益性に大きな影響を与えるため、（1）家賃が2年毎の更新時に2％減少していく場合（2）家賃が更新時に5％減少していく場合（3）家賃が一定の場合の3通りについて投資利回りを計算した。

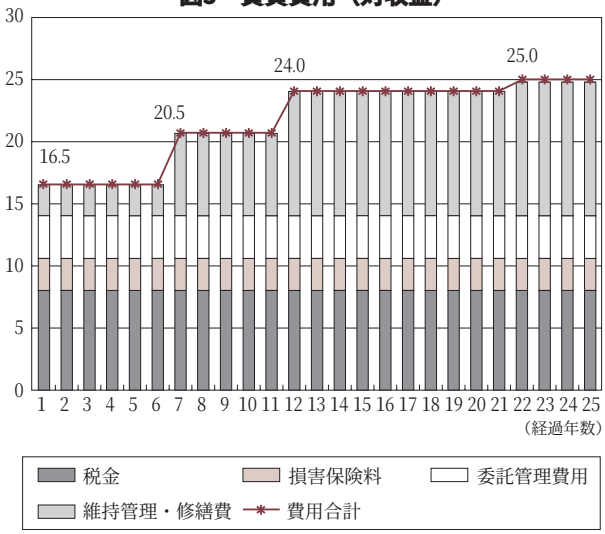
現実的には、古い住宅ほど借り手が見つかりにくいため家賃の下落が生じるが、インフレーションが起こり名目家賃水準が維持されたり、当該賃貸住宅の利便性が向上することにより需要が増えた場合、家賃の下落が食い止められる可能性もある。なお、いずれのケースも、入居率は100％を仮定した。

〈事例前提〉

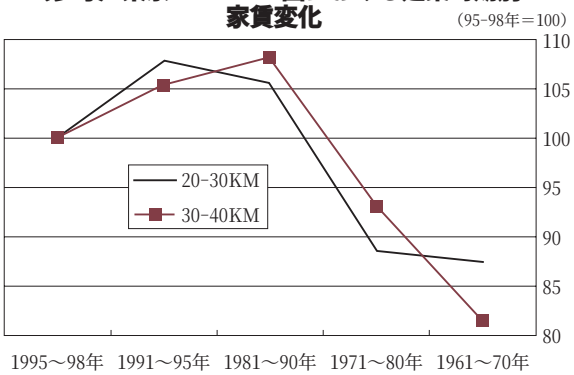
都下等首都圏近距離地域において、耐用年数25年の鉄骨造アパートを経営した場合をイメージした

①建物（10戸）
1戸当たりの面積56.25㎡（共用部分　11.25㎡）で、2Kをイメージ
全戸面積　562.5㎡（共用部分　112.5㎡）
②初期投資費用（1㎡当たり18万円）
@180,000円×56.25㎡＝10,125,000円
10戸で101,250千円
③月額収入
@1944円×45㎡＝87,500円
87500円×10戸＝875,000円（100％入居前提）
④賃貸経費
賃貸収入の一定比率。建築経過とともに、維持管理・修繕費が増加。図3参照
⑤耐用年数
25年

図3　賃貸費用（対収益）



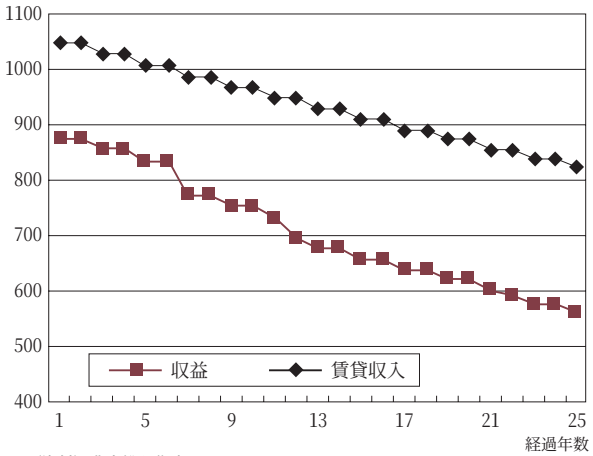
（参考）東京20～40km圏における建築時期別家賃変化



まず、第1の「名目家賃下落」のケースであるが、2年ごとの契約時に▲2％ずつ家賃が下落すると想定した。これは、1998年住宅・土地調査から得られた賃貸住宅の築年数と家賃の関係を参考にした（参考図）。これを図にすると、賃貸収入と収益のイメージは図4のようになる。最初の年には1,050万円あった賃貸収入が、25年後には824万円に減少している。

住宅建設にかかる初期費用を全額自己資金で賄った時と、賃貸住宅へ投資しないで定期預金に預けた時と比較するために、都市銀行の1年もの定期の金利0.04％を資本コストとして毎年の賃貸収益を現在割引価値になおすと、初期投資は13年後に回収され、25年の賃貸経営で7,533.2

図4　収益イメージケース1



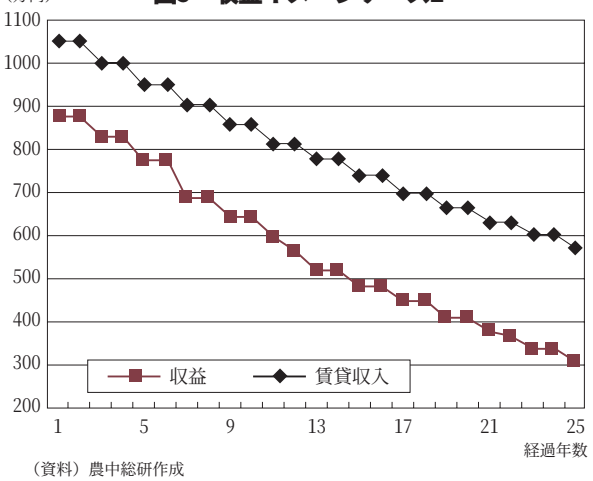
（資料）農中総研作成

万円の累積現在割引収益が計上される。

一方、初期費用を全額借り入れで賄ったとし、都市銀行の住宅ローン変動金利（2.375％）を資本コストとして各年の賃貸収益を割り引いて割引現在価値を算出すると、初期投資は16年で回収され、その後の累積現在割引収益は、3,456万円となる。

次に2年ごとの契約更新時に▲5％ずつ家賃が下落する場合（図5）の現在割引価値を、ケース1と同様の方法で計算する。自己資金で初期投資を賄うと、回収期間は15年となり、その後の累積現在割引収益は4,000.7万円となる。また、全額借入とした場合、住宅ローン変動金利

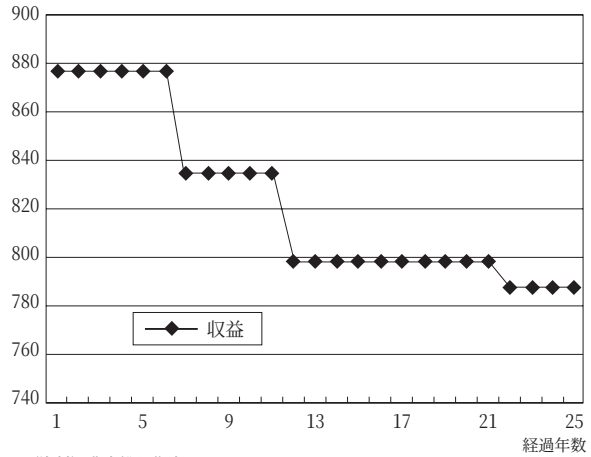
図5　収益イメージケース2



（資料）農中総研作成

（2.375％）を資本コストとして割り引くと初期投資は20年で回収され、累積現在割引収益は、1043.6万円となる。

図6　収益イメージケース3



（資料）農中総研作成

「名目家賃を一定」とする第3のケースでは、自己資金の場合、初期投資は12年後に回収され、収益は1億335万円となる。一方、全額借入の場合、住宅ローン変動金利（2.375％）を資本コストとして各年の賃貸収益を割り引くと初期投資は15年で回収され、その後25年目までの経営で約5,350万円の収益が生じる。

なお、2年ごとに家賃が6.6％ずつ下落するとともに、初期投資費用の全額を銀行借入（利率：2.375％）で賄う場合、初期投資費用と累積賃貸収益の割引現在価値が等しくなる。

賃貸住宅への投資は、長期的な家賃の動向と借入のための資本コストを考慮すると、その投資収益性が大きく変化する。前述の試算ケースを想定すれば表面的にプラスの収益確保が期待できそうであり、現在のような超低金利の状況が今後も長期にわたって続くことを前提とするならば、相続税対策等のメリットから賃貸住宅投資には資産運用上の検討余地があるだろう。

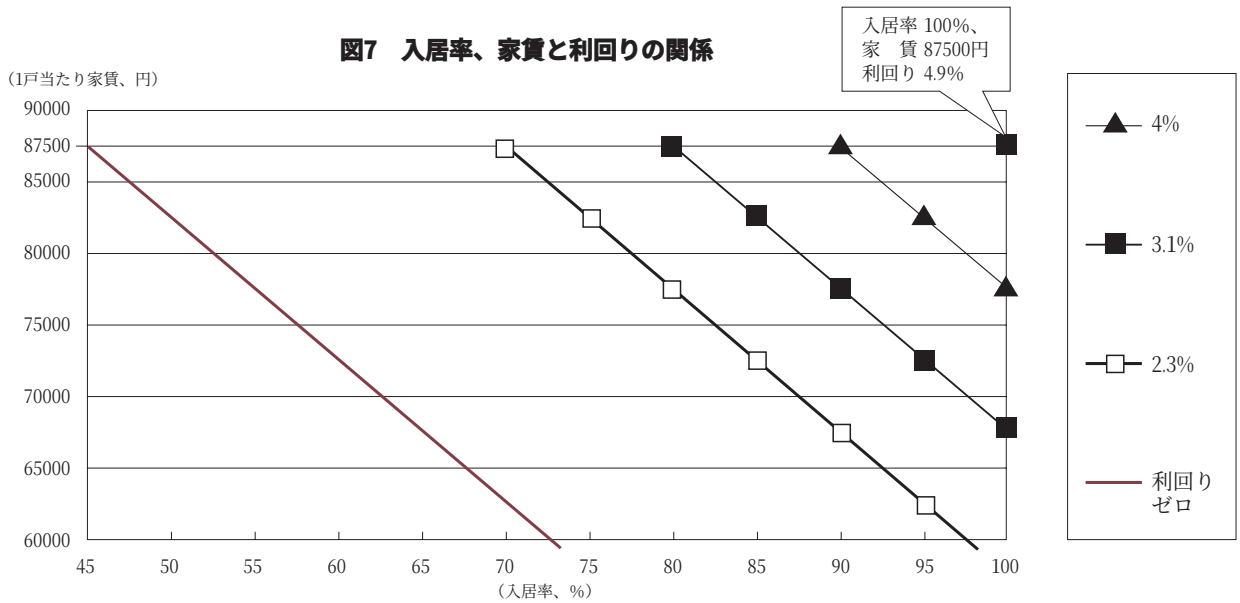
しかし、借入にかかる資本コスト上昇や家賃下落、さらには入居率変動というリスクを考慮するならば、収益性は決して高くないといえるのではないだろうか。

（2）賃貸住宅の入居率、家賃と利回りの関係

賃貸住宅の経営は、入居率の変動にも依存する。入居率が常に100％とは限らない。

図7は、前節(1)のモデル賃貸住宅を1年間経

図7　入居率、家賃と利回りの関係



農中総研作成

営した場合の、利回りと入居率、家賃の関係をグラフ化したものである。

賃貸住宅収支の基本的なモデルは前節のとおりであるが、それに減価償却費用（注）を考慮し、前節の賃貸収益から控除したもので収益利回りを算出している。

（注）減価償却は、残存価額５％で25年定額償却。年当たり385万円の減価償却費用が発生すると仮定。ただし建築費は借り入れなしを前提とする。

家賃が、現状通り、一戸当たり月額87,500円の場合、入居率が100％であれば、減価償却後の年間利回りは4.9％となる。

しかし、家賃を87,500円として、入居率が90％に下がれば、利回りは4.0％、80％ならば3.1％に低下し、入居率が45％になると、利回りはゼロ％となる。

入居率に応じて、利回りは大きく変化し、入居率次第では利回りがゼロ％、もしくはそれ以下にまで低下するリスクを考慮するべきであろう。

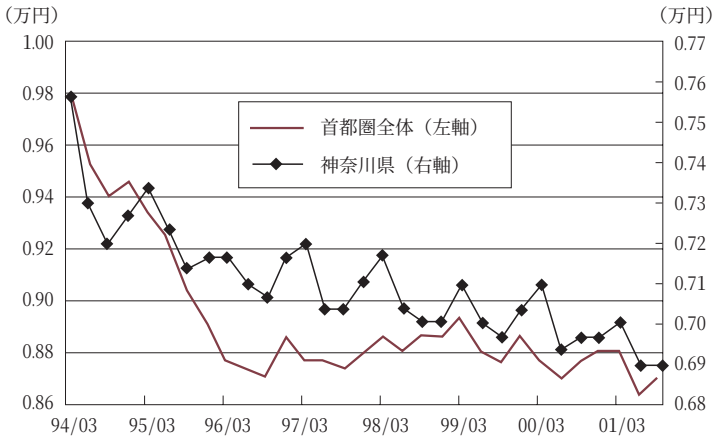
ちなみに、2000年の全国賃貸住宅の平均入居率は93.4％（住宅金融公庫調べ）である。

ただし、賃貸住宅市場の競争は厳しく、全体賃貸住宅の25％が入居率：90％未満であり、15％が入居率：85％未満である。入居動向は平均値では捉えられず、空室率が高く十分な賃貸収入を上げられない貸家も相当存在する、ということだろう。

賃貸住宅市場では、激化する競争を反映して、賃貸料金も高めで、入居率も高いグループと、料金が低くても入居率が低いグループに二極化が進んでいる。

料金・入居率が高いグループは、デザイナーズマンションのようなおしゃれな建物であったり、ペットが飼えるマンションであったり、特徴をもっているところが多い。一方で特徴がなければ、低価格というだけでは入居率を上げることは難しくなっている。

図8　首都圏マンション坪当たり賃料の動向



（リクルート：賃貸住宅情報から農中総研作成）

図７のモデル賃貸住宅でも、家賃を62,500円にまで下げても入居率が70％にとどまった場合は、利回りがゼロ％にまで低下する試算となる。

首都圏マンションの坪当たり賃料は、1994年以降、景気低迷とデフレ進行を反映して、約11％低下している（リクルート「賃貸住宅情報」調べ）。

デフレの影響を賃貸住宅市場も免れず、家賃は下落しており、建築時に想定した家賃が確保できない可能性がある。家賃の下落は賃貸住宅の投資収益性に影響を与えている（図8）。

（3）賃貸住宅とマンション購入の競合

賃貸住宅の需要変動を、マンションなど自己住宅取得の条件変化と、人口変化の面から考えよう。

マンション・住宅価格の下落と金利低下によって、住宅ローンの借入限度や通勤時間、居住スペースの広さなどの条件が見合い、取得可能なマンション・一戸建て住宅の対象が広がった。

賃貸マンション・アパートの月々の家賃支払等と住宅ローン返済必要額の間の比較から、自己住宅の購入に踏み切る選択の可能性が増している。

住宅金融公庫の「ローンシュミレーション」を使って、マンション取得者の平均年齢38歳で平均勤労所得：550万円（賃金構造基本統計調査調べ）、手持ち資金を780万円の人をモデルとし、首都圏の平均価格マンション（物件購入価格：3,900万円）を購入した場合の住宅ローン返済額を計算する。

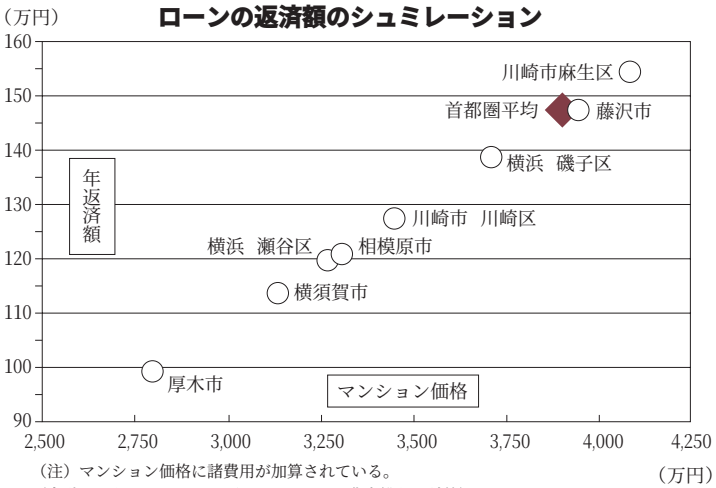
不足資金の借入金利を2.5％とすれば、毎月返済額は85,882円、ボーナス加算額は222,878円と試算される。毎月返済額に限れば、賃貸住宅家賃と変わらない水準ということがわかる。

また、図9は、このような前提で、神奈川県内の主要都市の分譲マンション平均価格（2001年上半期実績）を購入した場合の年間返済金額をプロットしたもの。

相当多くの地域で、年間ローン返済額が120万円（月：10万円）程度でマンションが購入可能であり、賃貸住宅とマンション購入の競合性は高いといえるだろう。

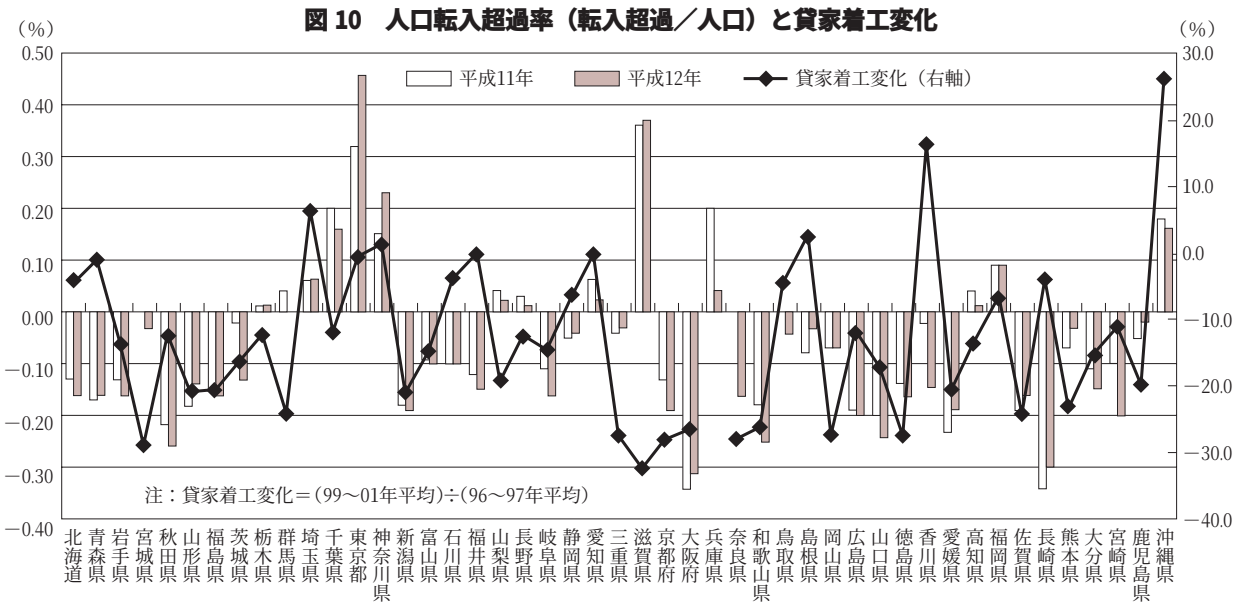
また、地方都市の賃貸住宅居住者の動きで注目すべきことは、持家志向が根強いことを背景に、近年、周辺他府県や周辺市町村への持家取得に伴なう転出増加の傾向が見られることである。例えば、人口の流出が続いている近畿圏において、滋賀県には一貫して転入が続いており、人口数に対する転入超過率も高い。平成12年の国勢調査の結果でも、滋賀県の人口増加率は前回調査（平成7年）比、4.3％と全国一位であった。この増加の背景には、大学移転による学生増加のほかに、

図9　神奈川県のマンション価格（2001年上期）とローンの返済額のシュミレーション



（注）マンション価格に諸費用が加算されている。
（金融ビジネス　2001.10月号P40データから農中総研が試算）

図10　人口転入超過率（転入超過／人口）と貸家着工変化



（注）兵庫県の貸家着工変化は阪神大震災の影響があり、除外した。

草津市や栗東市など京都・大阪への通勤の便が良い県南部における分譲マンション・宅地開発により、京都・大阪からの転入者増加があると見られている。

（4）人口移動と貸家需要

近年の人口移動動態を都道府県別に見てみると、首都圏（東京、神奈川、千葉、埼玉）への人口集中と、それ以外の地域からの人口流出が特徴的である。

図10は、直近2年間の転入超過率（ネット転入者／人口）と貸家着工変化を都道府県別に並べてみたものである。

首都圏を除いた地域では、滋賀、沖縄、福岡、兵庫、愛知、山梨、長野、栃木、高知の順に9県が転入超過となっているが、それ以外では全て転出超過となっており、なかでも、東北、中国、北陸地方では、全県から人口が流出している。

このような人口動態と貸家住宅着工の関係をみると、大都市を抱え人口流入が生じている都府県では、概ね貸家着工戸数も増えている。

次に、首都圏の人口移動を時系列で見てみると（図11）、バブル期から96年までは、東京都からは人口が流出、それ以外の3県では転入超過となる動きであったが、97年以降は、東京都への転入者が年々増加しており、ここ数年間では都心回帰傾向が続いていると言える。

このような人口動態を反映して、賃貸住宅着工戸数も、10kmごとでみて、都心近距離地域ほど、堅調を保っている（図12）。

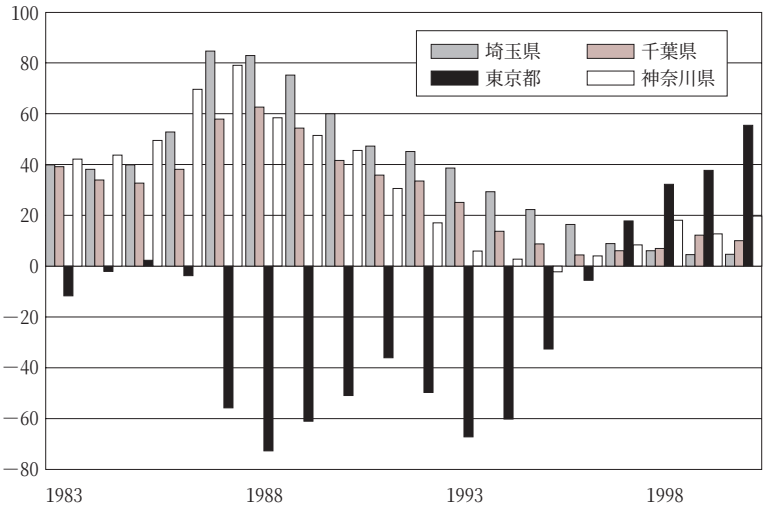
この都心近距離地域の賃貸住宅着工が堅調推移している現象は、大阪圏でも同様の傾向が観察される。また、首都圏の東京23区以外の大都市・中心市街地でも、横浜市や川崎市の中心区域の貸家着工が市内周辺区域に比べ相対的に堅調である。

都心の住宅環境整備が進められるとともに、情報・サービス産業などの都市型雇用の増加によって住宅需要が期待できることから、都心回帰傾向は当面続くだろう。

賃貸住宅需要には、他地域からの転入者の動向が大きく関わっているが、将来的に若年人口が減少し、大学進学や就職などに伴なう地域間の人口移動は従来に比べ低下する可能性が大きい。

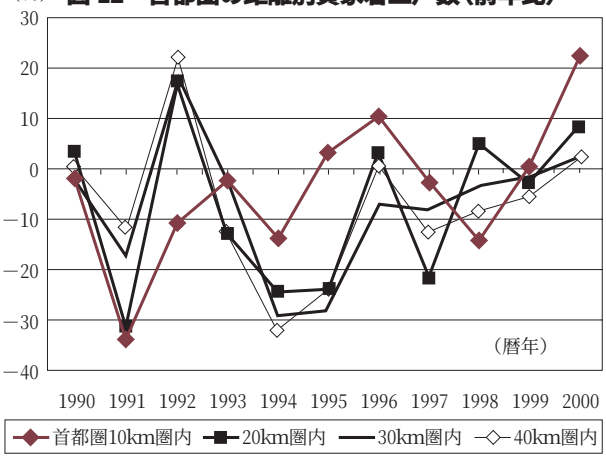
サービス経済化の進む大都市圏では、雇用増

図 11　首都圏の転入超過者数



資料　総務省住民基本台帳人口移動報告

図 12　首都圏の距離別貸家着工戸数（前年比）



（国土建設省「住宅建設統計」から農中総研作成）

加の余地があり、それを目的に人口移動が継続する可能性もあるが、魅力的な宅地開発や大学誘致といった何らかの要因が無い限り、地方都市への転入者が増加する可能性は慎重に見なければならないだろう。

しかし、新たな転入者が見込めない地域においては、賃貸住宅を建築しても、長期的に入居者の確保が困難となる可能性があるといえよう。

（5） 賃貸住宅の志向と低い満足度

国土交通省が発表した「平成12年度土地問題に関する国民の意識調査」を見ると、住宅の所有志向については、「土地・建物の両方とも所有したい」と答えた割合は、全体の79.2％と、調査開始以来、初めて8割を下回る結果となった。

持ち家志向は、徐々に弱まってきており、調査を開始した平成5年度の83.3％と比べると、▲4.1ポイントの低下となった。

この結果を回答者の居住地別に見ると、地方圏では82.0％と依然として持ち家志向が根強い半面、東京圏では73.3％が借地・借家でも構わないと考えている。

このことに示されるように大都市ほど、賃貸住宅志向が高くなっていることがうかがえる。

この調査では、賃貸志向の人に対し、さらに借家・借地志向の理由を聞いているが、その理由としてあげていることは、①年齢・収入等に応じて住み替えをしていくには、借地または借家のほうがいいから…38.8％、②子供や家族に土地・建物の形で財産を残す必要はないから…33.1％、③ローン返済により生活水準を落としたくないから…31.7％、といった順に回答（複数回答）が多い。

これは、不透明な経済環境に対し、負債を持たず柔軟に備えたいとの姿勢や、少子化等による世帯構成の変化、資産形成や遺産相続に関する考え方の変質を反映していると考えられる。

賃貸志向は、今後も高まっていくと考えられるが、借家居住者の賃貸住宅に対する満足度は、必ずしも高いとは言えない。(財)住宅金融普及協会が発表した「平成13年度住宅需要動向調査」における借家居住者の住まいに対する評価で過半数が不満足と評価した項目を見ると、不満足度の高い順に、①防犯設備…69.7％、②台所・風呂・トイレの設備…61.5％、③収納スペース…57.3％、④住宅の間取り…54.5％、住宅の広さ…54.5％、となっている。

持ち家居住者に対しても同内容の調査を行ったところ、不満足度が過半数を超える項目は、戸建居住者が防犯設備、マンション居住者が収納スペース、とそれぞれ1項目ずつしかなく、相対的に借家居住者よりも現在の住居に対する評価・満足度は高い。

今後、賃貸住宅需給が軟化する場面においては、入居者から選ばれるような、居住者満足度を重視した住宅作りが求められよう。

（6）賃貸住宅市場の活性化政策

賃貸住宅で居住者満足度が低いのは、住居の狭さに起因する面が大きい。

国内の賃貸住宅の約半数が40平方メートル未満であり、60平方メートル以上のものは2割に満たないのに対し、先進諸外国では大部分が60平方メートル以上である（国土交通省調べ）。また東京都心5区と、ほぼ面積が同じニューヨーク市の賃貸住宅の平均部屋数を比較した場合、都心では1室だけの借家が35.2％を占めて最も多く、次いで2室の24.2％となっている。これに対してニューヨーク市では、3室が32.4％で最も多く、次いで4室の30.8％となっており、1室はわずか7.2％に過ぎない（東京都調べ）。

このように国内では狭い賃貸住宅が主流であるため、収納スペース、間取り、設備に対する不満が借主に高いと考えられる。

さらに、居住者の満足度が低い理由として、

借主のニーズが多様化してきていることも考えられる。

たとえば、高齢化の進行とともに、バリアフリーなど高齢者向け賃貸住宅に対する需要が増えている。しかし民間賃貸住宅でバリアフリー化（手すりの設置、広い廊下、段差の解消など）されているのは、わずか0.3％、住宅ストック全体でも2.7％にすぎない。国の2001年度から2005年度までの住宅政策を定めた「第八期住宅建設5箇年計画」では、2015年にバリアフリー化された住宅ストックの割合を約2割にあげることが目標とされている。

このように家賃は低下傾向にあるにもかかわらず、広い住居や、バリアフリーなどのニーズを満たす賃貸住宅が十分に供給されないのは、何らかの理由で供給が妨げられて「賃貸住宅市場のミスマッチ」が起きていることが考えられる。このため、国などは供給を促進する政策を進めている。

その一つが2000年3月に施行された「定期借家法」である。それまでの家主と借主の契約では「家主が住むための建物が必要となった」などの正当な理由がない限り、家主からの契約更新拒絶ができなかった。このため、賃貸市場に供給できる家を持っていたとしても供給を思いとどまる家主が存在していた。

定期借家法は、あらかじめ家主と借主が合意した契約期間終了時には、正当な理由がなくても家主が借主の退去を求めることができるように定めているため、市場に供給される賃貸住宅が増えることが期待されている。またこれまでは借主がいつまでその賃貸住宅に住むことになるのか不明確な点があったが、法施行後は、契約期間や収益見通しが明確になるという家主側のメリットも期待されている。

加えて、2001年8月には、高齢化社会の進展に対応して、高齢者が安心して住める賃貸住宅を十分に供給することを目的とした高齢者法（「高齢者住宅安定確保法」）が施行された。これに基づいて、同年10月より、高齢者単身・夫婦世帯の入居を拒まない賃貸住宅の登録制度が始まり、閲覧も可能となった。

これまでは、高齢者の入居は賃料の支払に不安があるために、敬遠される傾向があった。しかし今後は、登録された住宅を対象にして、国が半年間までの滞納家賃の債務保証を行うこととし、家主側が安心して高齢者に賃貸住宅を提供できるようにした。さらに、バリアフリー化された賃貸住宅に高齢者が終身にわたって安心して居住できる終身建物賃貸借制度も創設された。

定期借家権と高齢者法の両者を合わせて活用し、高齢者が自宅を貸して、その家賃で高齢者サービスの整った賃貸住宅に住むという動きも期待されている。また安心して高齢者に賃貸住宅を提供できるようにすることは、家主にとっても、少子化に伴って低下傾向にある入居率を上げる機会となる。

このように、賃貸住宅市場は今後、少子化・若年人口の減少に伴なって人口移動が低下し、需要減少が予想される。しかし、賃貸志向の強まりも一方で着実に進行しよう。供給過剰が懸念される中、居住者の満足度が高いものや、高齢者も安心して住めるといったニーズを満たす賃貸住宅はまだ供給が不足しており、今後も政策によって一層のミスマッチ解消を図る必要があるだろう。

また、賃貸住宅管理についても、現在、専門業者の手によっておこなわれている比率は低く、4割程度にとどまっているといわれる。貸主と借主の間の賃貸仲介やトラブル処理において、それぞれの要求・ニーズを的確に反映し、双方に安全と安心を提供する処理能力が求められている。

（国内経済金融班）