

## 不動産セキュリティトークンのファンド出口戦略に死角はないか

2026年4月15日

株式会社三井住友トラスト基礎研究所

私募投資顧問部 上席主任研究員 米倉勝弘

- ◆ 2021年に本格始動した日本の不動産ST市場は、資産規模を着実に拡大している。特に2025年以降は拡大ペースがさらに加速しており、その要因の一つとして対象不動産の大型化が挙げられる。対象不動産の大型化は、規模のメリットを通じたコスト効率の向上に寄与し、その結果としてエクイティ投資家のパフォーマンス改善にもつながる。
- ◆ 不動産ST市場のさらなる拡大には、個人投資家層の裾野拡大が重要な要素となる。野村総合研究所によると、準富裕層、富裕層、超富裕層の世帯数および純金融資産はいずれも増加しており、不動産ST市場への資金流入が期待される。
- ◆ 日本の不動産ST市場では、早期償還により運用を終了したファンドが既に複数存在し、いずれのファンドにおいても運用実績利回りは当初想定利回りを上回っている。ただし、早期償還は短期間で資金効率を高める一方で、運用期間の短期化により総分配額が減少する可能性がある。そのため、再投資リスクを伴い、長期保有・分散投資・安定収益重視の戦略へはネガティブな影響が及ぶ可能性があることについて理解しておく必要がある。
- ◆ 現時点における運用実績は早期償還による事例のみであるが、確定した運用実績利回りが観測されたことにより、運用期間終了時における対象不動産の売却、すなわちファンドの出口戦略の重要性が改めて認識されている。
- ◆ 不動産STは相対的に高いレバレッジを活用できる投資主体であり、足元ではJ-REITや私募REITに比べてバイイングパワーが強い。一方で、価格競争力では優位に立つものの、低LTV主体であるREITが出口の買い手となりにくく、物件売却先候補が限定される可能性がある。将来の不動産市場を正確に予測することは困難であるが、組成段階において対象不動産のバリューアップや売却先の想定を含めた出口戦略について、あらかじめ投資家とイメージを共有しておくことは、今後の投資需要を喚起するうえで重要である。

### ■不動産セキュリティトークン(ST)の資産規模拡大ペースが加速、対象不動産の大型化が顕著に

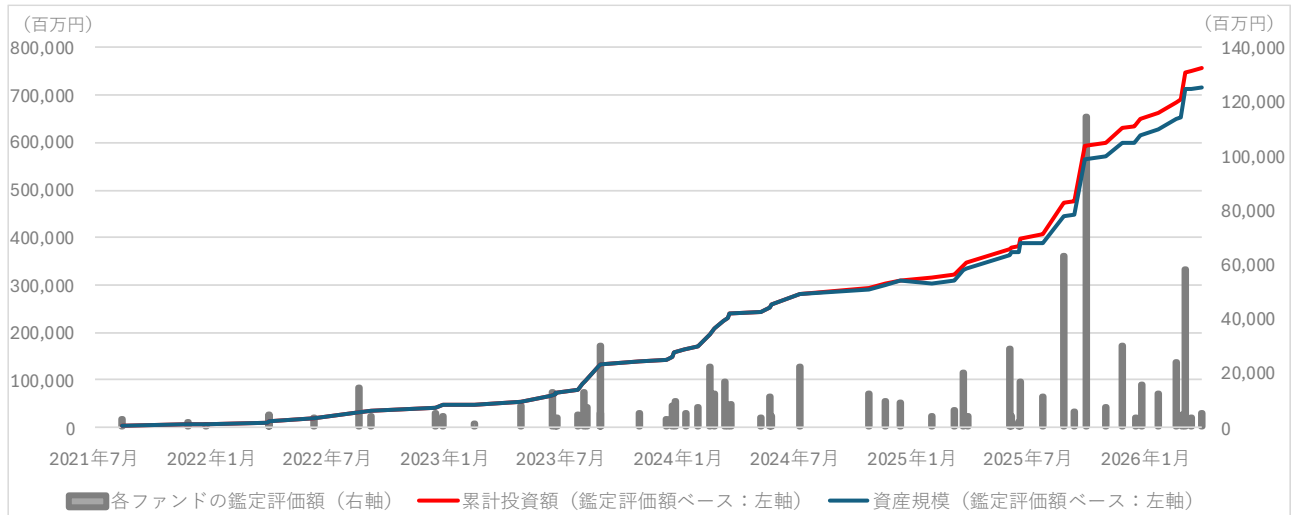
2021年7月に日本初の公募型不動産STO(Security Token Offering)が発表されて以来、不動産ST(Security Token)の資産規模(対象不動産の鑑定評価額ベース)は着実に拡大しており、2026年3月末時点で7,000億円を超えている<sup>i</sup>。特に2025年以降は拡大ペースがさらに加速している(図表1)。この加速の要因の一つとして、裏付け資産となる対象不動産の大型化が挙げられる。200億円を超える物件を対象として組成された不動産STのうち約7割が2025年3月から2026年3月に集中しており、さらに2025年下期以降、500億円超の物件が2件、1,000億円超の物件が1件組成されるなど、過去に例を見ない大型

<sup>i</sup> 不動産STO(Security Token Offering)とは、不動産を裏付け資産としてセキュリティトークンを発行し、資金調達を行う一連の行為または仕組みを指す。これに対し、不動産ST(Security Token)は、当該STOにより発行されるトークンそのもの、すなわち投資対象となるデジタル化された有価証券を意味する。

案件が出現している。

個人投資家の資金流入が拡大する局面において、対象不動産の大型化は、規模のメリットを通じたコスト効率の向上に寄与し、エクイティ投資家のパフォーマンス改善にもつながることで、結果として資金流入がさらに促進されるという好循環が形成されていると考えられる。

図表 1 不動産 ST における資産規模(取得時鑑定評価額ベース)の推移



出所) 公表資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

不動産 ST 市場のさらなる拡大には、個人投資家層の裾野拡大が重要な要素となる。図表 2 のとおり野村総合研究所によると、過去 10 年間(2013 年～2023 年)で「準富裕層」の世帯数は 315.2 万世帯から 403.9 万世帯へ約 1.3 倍、「富裕層」は 95.3 万世帯から 153.5 万世帯へ約 1.6 倍、「超富裕層」は 5.4 万世帯から 11.8 万世帯へ約 2.4 倍に増加している<sup>ii</sup>。また、純金融資産も同期間で「準富裕層」が 242 兆円から 333 兆円へ約 1.4 倍、「富裕層」は 168 兆円から 334 兆円へ約 2.0 倍、「超富裕層」は 73 兆円から 135 兆円へ約 1.8 倍へと増加している。

2023 年以降における株式市場の堅調な成長を踏まえると、これらの数値は現時点でさらに増加しているものと推察される。加えて、現在のインフレ局面では、不動産が持つインフレヘッジ機能への期待から、投資家がポートフォリオに不動産を組み入れるインセンティブが高まる。このため、アセットアロケーションの割合に大きな変化がなくとも、純金融資産の増加に伴い不動産投資額が増加する可能性は高い。

さらに、令和 8 年度税制改正大綱も不動産 ST 市場に一定の影響を与えられとされる。従来は、一棟貸付用不動産や小口化不動産を活用し、評価額を低く見積もることで相続税対策が可能であった。しかし、2027 年 1 月 1 日以降の相続・贈与に適用される税制改正により、不動産が時価評価されることとなり、節税効果は従来ほど期待しにくくなる。その結果、不動産への投資経験を有する個人投資家の関心は、節税から不動産本来の収益性やインフレ耐性へとシフトする可能性があり、その一部が不動産 ST 市場への資金流入につながることを期待される。

ii 本稿では、NRI(野村総合研究所)の分類に従い、世帯の純金融資産保有額を基準として区分する。具体的には、超富裕層を 5 億円以上、富裕層を 1 億円以上 5 億円未満、準富裕層を 5,000 万円以上 1 億円未満と定義する。

図表 2 純金融資産保有額の階層別にみた保有資産規模と世帯数の推移

<分類>		2005年	2007年	2009年	2011年	2013年	2015年	2017年	2019年	2021年	2023年
超富裕層	純金融資産(兆円)	46	65	45	44	73	75	84	97	105	135
	世帯数(万世帯)	5.2	6.1	5.0	5.0	5.4	7.3	8.4	8.7	9.0	11.8
富裕層	純金融資産(兆円)	167	189	150	144	168	197	215	236	259	334
	世帯数(万世帯)	81.3	84.2	79.5	76.0	95.3	114.4	118.3	124.0	139.5	153.5
準富裕層	純金融資産(兆円)	182	195	181	196	242	245	247	255	258	333
	世帯数(万世帯)	280.4	271.1	269.8	268.7	315.2	314.9	322.2	341.8	325.4	403.9
アッパーマス層	純金融資産(兆円)	246	254	225	254	264	282	320	310	332	282
	世帯数(万世帯)	701.9	659.8	639.2	638.4	651.7	680.8	720.3	712.1	726.3	576.5
マス層	純金融資産(兆円)	512	470	480	500	539	603	673	656	678	711
	世帯数(万世帯)	3,831.5	3,940.0	4,015.8	4,048.2	4,182.7	4,173.0	4,203.1	4,215.7	4,213.2	4,424.7

出所) 国税庁「国税庁統計年報書」、総務省「全国消費実態調査」、厚生労働省「人口動態調査」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の世帯数の将来推計」、東証「TOPIX」および NRI「生活者 1 万人アンケート調査(金融編)」、「富裕層アンケート調査」などから NRI が推計

### ■早期償還した不動産 ST の運用実績利回りは当初想定以上

日本の不動産 ST 市場は 2021 年に本格始動したが、既に複数のファンドで運用を終了している。これらはいずれも当初想定運用期間を待たずに早期償還されたものである(図表 3)。不動産 ST の想定運用期間はファンドにより異なるが、延長期間(テール期間)を含めて 5 年~10 年程度に設定されることが多い。近年の不動産市場の堅調さを背景に、運用会社は投資家利益の最大化を目的として、あえて早期償還を選択しており、いずれのファンドでも運用実績利回りが当初想定利回りを上回る状況となっている。これは主にキャピタルゲインの影響によるものである。

早期償還は短期間で資金効率を高めるため、IRR(Internal Rate of Return: 内部収益率)は計算上上昇する。一方で、運用期間が短期化することで総分配額は当初予定していた額から減少する可能性があり、結果として MOIC(Multiple of Invested Capital: 投資資本倍率)が低下することや、再投資リスクを伴い、長期保有・分散投資・安定収益重視の戦略へはネガティブな影響が及ぶ可能性があることについて理解しておく必要がある。

現時点における運用実績は早期償還による事例のみであるが、確定した運用実績利回りが観測されたことにより、運用期間終了時における対象不動産の売却、すなわちファンドの出口戦略の重要性が改めて認識されている。

なお、不動産 ST は J-REIT ほど流動性が高くないものの、セカンダリ市場(ODX の START 市場や OTC 取引)が整備されており、投資家は運用期間中であっても ST を売却することが可能である。ただし、OTC 取引における不動産 ST の取引価格は NAV(Net Asset Value: 純資産額)を基準に証券会社が決定するのが一般的であり、NAV はあくまで参考値で不動産 ST の取引価格を保証するものではない。また、START 市場での売買取引は「セキュリティトークン取引に係る業務規程」等で定める取引ルールに従って行われ、NAV は投資情報のひとつに過ぎず、最終的な不動産 ST の取引価格は市場の需給によって決定される。そのため、いずれの市場においても不動産 ST の取引価格は NAV ベースの水準と一致しない可能性があり、場合によっては NAV を下回る水準での売却を余儀なくされることもある点に留意すべきである。

図表 3 運用を終了(早期償還)したファンドの実績(実績を公表している代表的なファンドのみ)

払込日	運用終了	商品名	当初予想利回り	実績利回り (注)
2022年3月	2025年1月	不動産のデジタル証券～草津温泉 湯宿季の庭・お宿木の葉～	4.10%	7.70%
2022年6月	2024年12月	不動産のデジタル証券～ALTERNA レジデンス 新宿中落合・経堂・門前仲町～	3.30%	5.50%
2022年9月	2025年7月	不動産のデジタル証券～ALTERNA レジデンス 銀座・代官山～	3.10%	4.70%
2023年6月	2026年1月	MFシェア 駒込レジデンス	3.84%	6.13%
2023年6月	2025年12月	三井物産のデジタル証券～日本橋・人形町～	3.00%	5.00%
2023年12月	2025年11月	三井物産のデジタル証券～横浜～	3.50%	5.00%
2024年3月	2025年7月	三井物産のデジタル証券～浅草～	4.30%	6.10%
2024年5月	2026年3月	三井物産のデジタル証券～浅草・まちなか旅館～	4.00%	6.60%

注) 投資期間の利益を年換算

出所) 公表資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

### ■不動産 ST の有力な物件売却先候補は私募ファンド、出口を見据えたファンド組成が重要に

不動産 ST の LTV 水準(借入金/鑑定評価額)は、40～80%程度まで幅広く分布しており(図表 4)、各ファンドの鑑定評価額で加重平均すると 2026 年 3 月時点で 59.0%となる。長期投資の代表的主体である J-REIT や私募 REIT の LTV が取得価格ベースで概ね 45～50%程度の水準であることを踏まえると、不動産 ST は相対的に高いレバレッジを活用できる。その結果、投資判断上の許容価格が高まり、価格競争力が向上することから、足元では J-REIT や私募 REIT に比べてバイイングパワーが強い投資主体であるといえる。

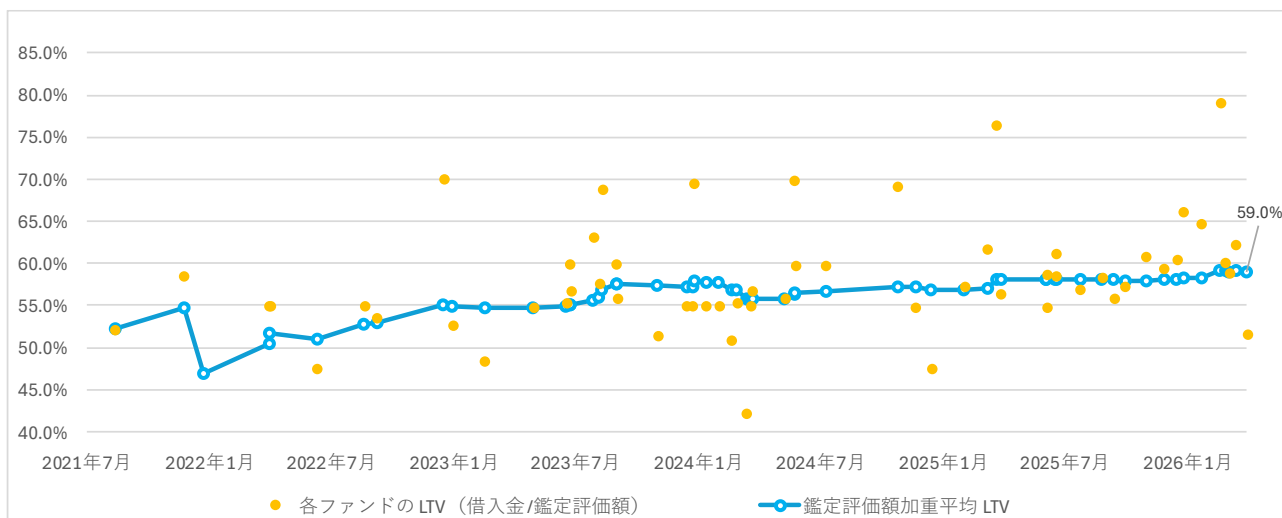
不動産 ST の当初想定利回りは 3.0～5.5%(平均値 3.9%)に設定されているが、LTV が 65%を超える不動産 ST に限っても当初想定利回りは 3.5～4.1%(平均値 3.9%)にとどまる。物件のグレードや立地エリアによる品質差を踏まえる必要があり一概にはいえないものの、財務レバレッジを活用してエクイティ投資家の利回りを大きく押し上げる設計には必ずしもなっておらず、物件が割高で取得されていないかについては留意が必要である。

また、高 LTV には一定のリスクが伴う。不動産価格下落時のエクイティ毀損リスクや、リファイナンスを含めた金利上昇リスク、借入に関するコベナント抵触リスクといった一般的なリスクに加え、有期限のファンドとしての出口リスクには特に留意が必要である。すなわち、J-REIT や私募 REIT と比較して取得時の価格競争力では優位に立つものの、追加的なバリュアアップ余地が限定的な物件については、これら低 LTV 主体である REIT が出口の買い手となりにくい可能性がある。

こうした背景から、不動産 ST の有力な売却先候補としては私募ファンドが想定される。図表 5 に示すとおり、不動産私募ファンドの LTV は緩やかな上昇基調にあり、「今後 1 年以内に組成予定のファンド」では平均 LTV が 2025 年 12 月時点で 70.6%に達している。LTV 水準そのものが不動産価格を直接押し上げるわけではないが、高レバレッジを許容することで投資判断上の許容価格が高まり、実務上は相対的に高値での取得が成立しやすい環境が形成される。

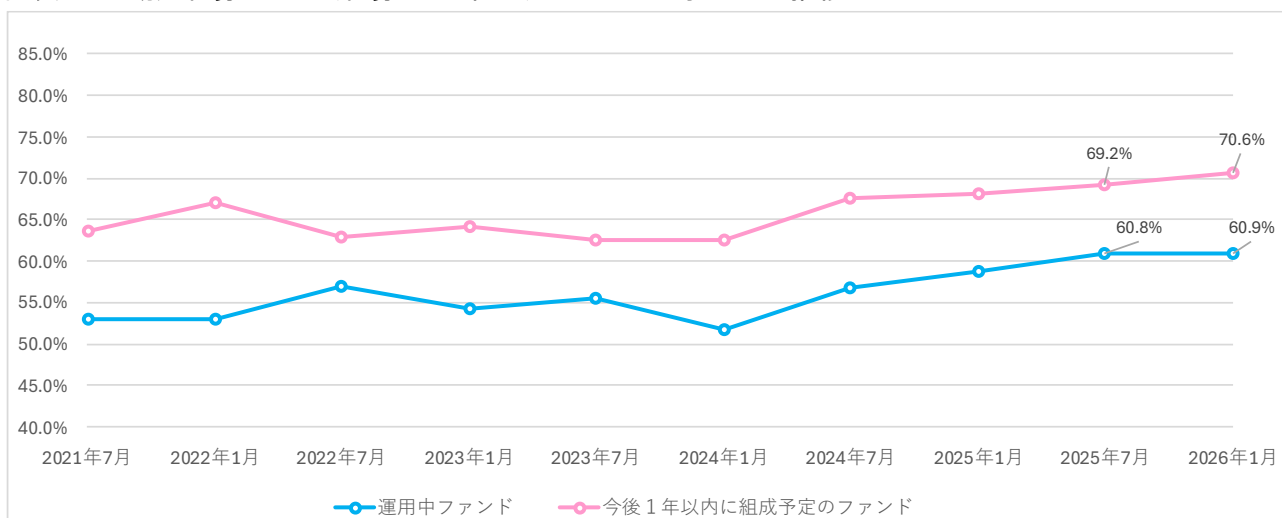
図表 3 に示す運用終了済み不動産 ST の LTV は 47.5～60.0%(平均値 55.1%)であり、概ね問題なく出口を迎えられたと考えられる。一方で上述のとおり、相対的に高 LTV の不動産 ST は、J-REIT や私募 REIT に比べて物件売却先候補が限定される可能性がある。将来の不動産市場を予測することは困難であるが、組成段階において対象不動産のバリュアアップや売却先の想定を含めた出口戦略について、あらかじめ投資家とイメージを共有しておくことが重要である。このような運用方針は、当初想定利回りの実現可能性を裏付けるものであり、不動産 ST へのさらなる投資需要の拡大に資するものと考えられる。

図表 4 不動産 ST における LTV 水準(借入金/鑑定評価額)の推移



出所) 開示資料をもとに三井住友トラスト基礎研究所作成

図表 5 不動産私募ファンド(私募 REIT 含む)における平均 LTV の推移



出所) 不動産証券化協会・三井住友トラスト基礎研究所「不動産私募ファンドに関する実態調査」(2026年1月調査)

**【お問い合わせ】 私募投資顧問部**

<https://fofa.jp/smtri/a.p/116/>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。また、法務、税務、財務等に関する事項につきましては、それぞれ弁護士、税理士、会計士等にご相談・ご確認されますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。当社は、本資料の論旨と一致しない他の資料を公表している、あるいは今後公表する場合があります。
3. この資料の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。