

インドの個人投資家

～NSEデータに基づく考察～

吉川 真裕

ニフティ五〇〇株価指数で年初来一一・九％（九月末）、一二カ月で一六・六％の株価上昇が続くインドでは個人投資家の株式オプション取引が熱狂を呈しており、監督機関や取引所から警鐘が鳴らされている。しかし、株式オプションの売買高を想定元本で換算した数値をもとにして報じられており、かなり誇張されているのではないかと思われる。本稿ではナショナル・ストック・エクスチェンジ・オブ・インディア（NSE）のデータに基づいてインドの株式市場における個人投資家の位置づけを確認し、報道のもとになっている個人投資家の取引実態について考察する。

1 報道

一月一三日のロイター通信の記事によると、

① インドでは今年に入り、個人投資家の間で株式オプション取引が熱狂的な広がりを見せており、規制当局が投機的取引の拡大に懸念を示している。

② オプション取引が広がっている背景には、証券取引所が一部のオプション取引を安く手軽に執行できる体制

を整えたことや個人投資家向けのオンライン証券会社の急成長がある。

- ③ 取引所のデータによると株式オプション取引の想定元本は三月―一〇月に二倍以上急増し、一日平均四兆二〇〇億ドルに達した。現物取引に対するデリバティブ取引の想定元本の比率は世界最高に達している。

- ④ インドのデリバティブ市場は未成熟で株式オプション取引に参加する投資家に最低純資産や一定の資格を義務付けていない。株式市場は毎年のように値上がりしており、リスクテイクの拡大と投資家の油断につながる状態にある。

- ⑤ 同国では Zerodha、Groww、AngelOne (ANGONS) とったオンライン証券会社がこの数年で躍進。フィナンテックブームや新型コロナウイルス流行に伴う在宅勤務を背景にロボトレーディングなど低コストプラットフォームを利用して手早く儲けたいという個人投資家が増えている。

- ⑥ アクシス・ミューチュアル・ファンドは国内に四〇〇万人のアクティブなデリバティブ・トレーダーがいると推定。SEBIのデータによると、こうしたトレーダーの大半は個人投資家だ。

- ⑦ アクシスによると、一部のオプションはレバレッジが最大五〇〇倍。二〇〇〇ルピー（二四・〇一ドル）の取引で一〇〇万ルピー相当のエクスポージャーが得られる。個人投資家のポジション保有期間は平均わずか三〇分であることが多いという。

- ⑧ ムンバイ東部郊外にある五階建てのオフィスビル「カイラシュ・プラザ」はオプション取引ブームの中心地の一つとなっており、数百人の株式トレーダー、ブローカー、投資アドバイザーが入居している。

- ⑨ あるオフィスのドアには「月五〇〇インドルピー（六ドル）で最大一五万インドルピーを稼げる」との張り紙が張られていた。最も若い顧客は二一歳で、片手間の仕事で稼いだ小遣いを投資しているという。このオ

フィスの関係者は「若者はよくゲームをするのでゲーム感覚で投資している」と語った。

- ⑩ 関係筋によると、SEBIは近く全ての証券会社に対し市場のリスクについて具体的な警告を出すよう指示する見通し。投機的な取引の削減につながる増税についても予備的な協議が行われているという。

- ⑪ インド最大のデイスカウント証券会社Zerodhaによると、顧客の六五%以上は過去に投資経験がなく、新規口座の六〇%以上はムンバイなどの金融都市ではなく、小さな町に住む人が開設している。過去一年間に新規登録した顧客の平均年齢は二九歳。先物・オプション取引が増えている。

- ⑫ 一月にアダニ・エンタープライゼス (ADEL.NS) 株のオプション取引で二〇万ルピーの損失を出したインド西部スーラト出身の三六歳の個人投資家は投資を諦めていない。「オプション取引は損失に上限があるが、最大限の利益が得られるチャンスがある」とロイターに語った。

2 資金流入額

図表1は国内機関投資家 (DII) と外国人投資家 (FPI) の流通市場における資金流入額を、図表2は個人投資家の流通市場における資金流入額を表わしている。⁽²⁾ これを見ると機関投資家等は現物を大きく買い越し、株式デリバティブを売り越しているのに対して、個人投資家は現物をあまり買い越さず、株式デリバティブを大きく買い越していることがわかる。また、機関投資家等の買い越しは一月―三月、個人投資家の株式デリバティブの買い越しは四月―九月に多いことも確認できる。なお、本稿で利用するNSEのデータはオプションを想定元本ではなく、プレミアム (支払代金) で計算していることに注意していただきたい。想定元本で計算した場合、オプションの金額があまりにも大きくなって現物や先物との比較が困難になるためである。

図表 1 国内機関投資家（DII）と外国人投資家（FPI）の資金流入額

Table 43: Foreign and domestic institutional flows (Rs bn) in secondary markets during FY24TD (Apr-Sep'23) and Y23TD (Jan-Sep'23)

Segment	FY24TD			CY23TD		
	Buy	Sell	Net	Buy	Sell	Net
Cash Market	22,818	22,034	784	31,768	30,890	878
DII	9,785	9,478	307	14,029	12,947	1,082
FPI	13,033	12,556	477	17,739	17,943	(204)
Equity Futures	39,958	40,304	(346)	58,700	59,052	(352)
DII	9,695	10,036	(342)	14,250	14,504	(254)
FPI	30,263	30,268	(4)	44,450	44,548	(98)
Equity Options	5,362	5,423	(60)	8,619	8,704	(85)
DII	49	54	(4)	80	88	(9)
FPI	5,313	5,369	(56)	8,539	8,616	(76)
Currency Futures	3,562	3,596	(34)	5,789	5,933	(144)
DII	331	334	(3)	521	527	(6)
FPI	3,231	3,262	(30)	5,268	5,406	(138)
Currency Options	8.7	6.8	1.9	15.1	11.6	3.6
DII	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1
FPI	8.6	6.8	1.8	15.0	11.6	3.4
Interest Rate Futures	3.0	3.0	0.0	3.6	6.2	(2.6)
DII	2.6	2.6	0.0	2.6	5.3	(2.7)
FPI	0.4	0.4	0.0	1.0	0.9	0.1

Source: NSE EPR * DII – Domestic Institutional Investors includes Banks, Insurance companies, Mutual Funds, NBFCs and Domestic Venture Capital Funds, AIFs, PMS clients; FPI – Foreign Institutional Investors includes Foreign Portfolio Investors, Foreign Direct Investors, Foreign Venture Capital Investors, Foreign Nationals (FN) and OCBs; Above table reports premium turnover for Options contracts. Figures in brackets indicate negative numbers.

図表 2 個人投資家の資金流入額

Table 45: Retail investors' flows in secondary markets during FY24TD (Apr-Sep'23) and CY23TD (Jan-Sep'23)

Segment	FY24TD			CY23TD		
	Buy	Sell	Net	Buy	Sell	Net
Cash Market	29,183	29,178	5	39,486	39,375	111
Equity Derivatives	52,555	52,050	505	79,166	78,512	654
Equity Futures	27,754	27,509	245	42,090	41,827	263
Equity Options	24,801	24,541	260	37,076	36,685	391
Currency Derivatives	6,198	6,186	12	9,911	9,862	48
Currency Futures	6,156	6,143	13	9,840	9,790	49
Currency Options	42.4	43.1	(0.7)	71.0	71.8	(0.8)
Interest Rate Derivatives	7.0	5.9	1.1	10.2	8.8	1.4
Interest Rate Futures	7.0	5.9	1.1	10.2	8.8	1.4
Interest Rate Options	—	—	—	—	—	—
Commodity Derivatives	6.7	6.7	(0.0)	6.7	6.7	(0.0)
Commodity Futures	6.7	6.7	(0.0)	6.7	6.7	(0.0)
Commodity Options	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Source: NSE EPR. Note: Retail investors include individual domestic investors, NRIs, sole proprietorship firms and HUFs; Above table reports premium turnover for Options contracts. Figures in brackets indicate negative numbers.

3 売買代金

図表3は一月から九月までの月ごとの各市場での売買代金を表わしている。一月と九月を比較すると現物市場で六四％増、株式先物市場で九％増（株価指数先物で三〇％減、個別株先物で二八％増）、株式オプション市場で三％増（株価指数オプションで〇・〇四％減、個別株オプションで一・五％増）であることがわかる。

個別株オプションを除けば先物市場やオプション市場よりも現物市場での売買代金の増加率が大きく、一月から三月の期間に比べれば四月から九月の期間に先物市場やオプション市場での取引が増えたと言えるかもしれないが、株式オプション市場が現物市場よりも過熱しているという事実は確認できない。

図表3 売買代金の推移

Table 46: Total turnover across segments in CY23TD (Jan-Sep'23)

Segments (Rs bn)	Jan-23	Feb-23	Mar-23	Apr-23	May-23	Jun-23	Jul-23	Aug-23	Sep-23
Cash Market	10,206	10,050	10,286	8,793	13,214	13,090	15,264	16,845	16,708
Equity futures	23,849	22,944	23,028	17,574	22,982	21,880	25,851	25,836	25,899
Index futures	7,908	7,762	8,747	4,875	6,021	5,179	5,884	6,107	5,504
Stock futures	15,941	15,182	14,281	12,699	16,961	16,701	19,966	19,730	20,395
Equity options	11,797	11,533	13,454	8,952	12,602	10,985	13,962	12,679	12,105
Index options	11,118	10,653	12,794	8,473	11,760	10,069	12,813	11,651	11,074
Stock options	679	879	661	479	842	916	1,149	1,028	1,031
Currency derivatives	9,311	7,319	7,974	5,521	6,158	6,305	6,641	6,530	6,760
Currency futures	9,259	7,281	7,929	5,495	6,125	6,273	6,606	6,497	6,731
Currency options	52	38	45	27	33	32	34	33	30
Interest rate derivatives	20	27	29	27	26	20	26	30	31
Interest rate futures	20	27	29	27	26	0	26	30	31
Interest rate options	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0	0	0
Commodity derivatives	0.10	0.08	0.18	0.12	10.28	12.19	9.22	11.59	6.51
Commodity futures	0.01	0.01	0.01	0.01	10.17	12.18	9.22	11.59	6.51
Commodity options	0.09	0.07	0.17	0.11	0.11	0.01	0.00	0.00	0.00

Source: NSE EPR. Note: Above table reports premium turnover for Options contracts and excludes auction market turnover.

4 取引シェア

図表4は四月から三月までの財政年度による現物市場の取引シェアの推移を、図表5は株式デリバティブ市場における取引シェアの推移を表わしている。現物市場では個人投資家の取引シェアは最も大きいが、昨年度に比べれば一・七%低下しており、株式デリバティブ市場でも昨年度に比べれば個人投資家の取引シェアは〇・七%低下していることから、個人投資家の取引は増加していても市場全体の増加率を下回っていることがわかる。

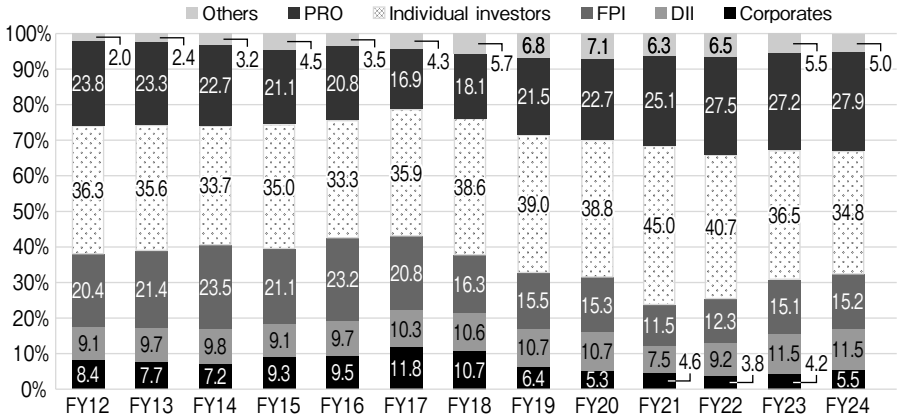
図表3で確認したように、株式デリバティブ市場の中でも取引対象によって売買代金の変化率は異なっていたから、株式デリバティブ市場の取引対象ごとの取引シェアも確認しておこう。

図表6は四月から三月までの財政年度による株価指数先物の取引シェアの推移を、図表7は個別株先物の取引シェアの推移を表わしている。株式デリバティブ市場全体では個人投資家の取引シェアは昨年度に比べれば〇・七%低下していたが、株価指数先物でも昨年度に比べれば個人投資家の取引シェアは〇・七%低下していたもの、個別株先物では昨年度に比べれば個人投資家の取引シェアは〇・六%上昇していたことが確認できる。

同様に、図表8は四月から三月までの財政年度による株価指数オプションの取引シェアの推移を、図表9は個別株オプションの取引シェアの推移を表わしている。株式デリバティブ市場全体では個人投資家の取引シェアは昨年度に比べれば〇・七%低下していたが、株価指数オプションでも昨年度に比べれば個人投資家の取引シェアは〇・二%低下しており、個別株オプションでも昨年度に比べれば個人投資家の取引シェアは〇・五%低下していたことが確認できる。図表3の売買代金では四月以降の個別株オプションだけが現物市場の増加率を上回っていたが、個人投資家は個別株オプションで昨年度よりも取引シェアを低下させており、個別株オプションに次いで増加率の大きい個別株先物だけで個人投資家は昨年度よりも取引シェアを上昇させていたことがわかる。

図表 4 現物市場の取引シェアの推移

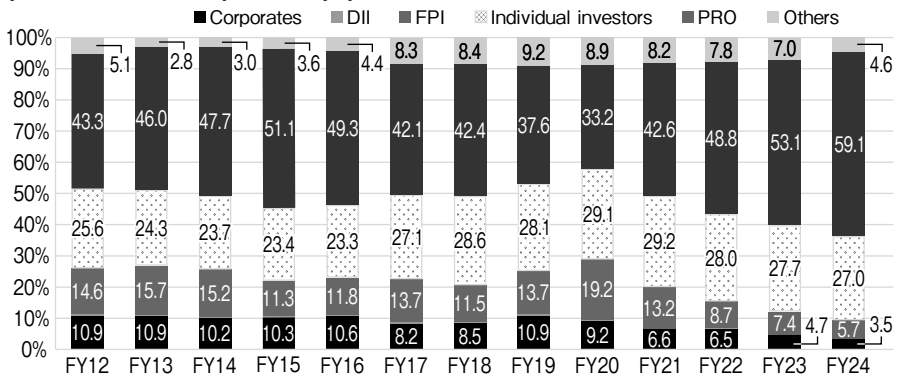
Figure 237: Trends in share of client participation in Capital Market at NSE (%)



Source: NSE EPR. Note: DII: Note: DII: Domestic Institutional Investors include Banks, Mutual Funds, Insurance Companies, NBFCs, Domestic VC Funds, AIFs, PMS clients etc., FPI: Foreign Institutional Investors include FPIs, FDIs, Foreign VC Funds, OCB and Foreign Nationals etc., Prop traders: Proprietary Traders, Individual investors: individual domestic investors, NRIs, sole proprietorship firms and HUFs, Others: Partnership Firms/LLP, Trust / Society, Depository Receipts and Statutory Bodies, etc. Figures in brackets indicate negative numbers. Above data represents share in gross turnover i.e., buy-side turnover + sell-side turnover.

図表 5 株式デリバティブ市場の取引シェアの推移

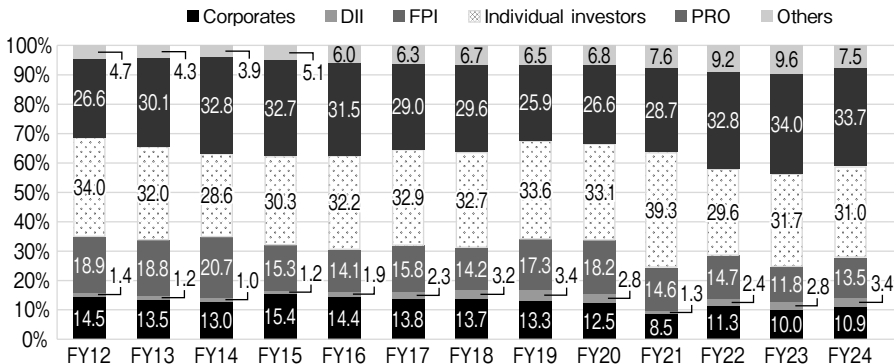
Figure 238: Trends in share of client participation in Equity derivatives (Notional Turnover) at NSE (%)



Source: NSE EPR. Note: DII: Domestic Institutional Investors include Banks, Mutual Funds, Insurance Companies, NBFCs, Domestic VC Funds, AIFs, PMS clients etc., FPI: Foreign Institutional Investors include FPIs, FDIs, Foreign VC Funds, OCB and Foreign Nationals etc., Prop traders: Proprietary Traders, Individual investors: individual domestic investors, NRIs, sole proprietorship firms and HUFs, Others: Partnership Firms/LLP, Trust / Society, Depository Receipts and Statutory Bodies, etc. Figures in brackets indicate negative numbers. Above data represents share in gross turnover i.e., buy-side turnover + sell-side turnover.

図表6 株価指数先物の取引シェアの推移

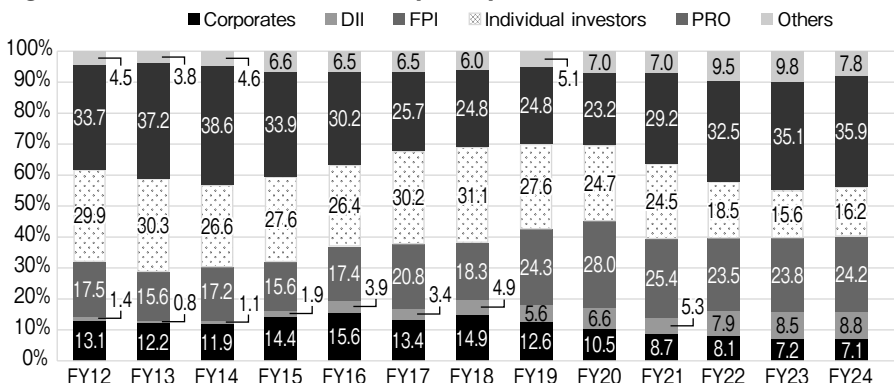
Figure 239:240 Trends in share of client participation in Index Futures at NSE (%)



Source: NSE EPR. Note: DII: Domestic Institutional Investors include Banks, Mutual Funds, Insurance Companies, NBFCs, Domestic VC Funds, AIFs, PMS clients etc., FPI: Foreign Institutional Investors include FPIs, FDIs, Foreign VC Funds, OCB and Foreign Nationals etc., Prop traders: Proprietary Traders, Individual investors: individual domestic investors, NRIs, sole proprietorship firms and HUFs, Others: Partnership Firms/LLP, Trust / Society, Depository Receipts and Statutory Bodies, etc. Figures in brackets indicate negative numbers. Above data represents share in gross turnover i.e., buy-side turnover + sell-side turnover.

図表7 個別株先物の取引シェアの推移

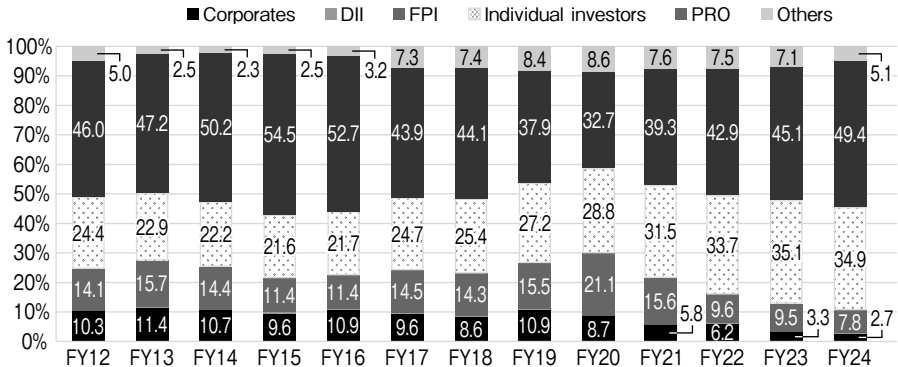
Figure 241: Trends in share of client participation in Stock Futures at NSE (%)



Source: NSE EPR. Note: DII: Domestic Institutional Investors include Banks, Mutual Funds, Insurance Companies, NBFCs, Domestic VC Funds, AIFs, PMS clients etc., FPI: Foreign Institutional Investors include FPIs, FDIs, Foreign VC Funds, OCB, and Foreign Nationals etc., Prop traders: Proprietary Traders, Individual investors: individual domestic investors, NRIs, sole proprietorship firms and HUFs, Others: Partnership Firms/LLP, Trust / Society, Depository Receipts and Statutory Bodies, etc. Figures in brackets indicate negative numbers. Above data represents share in gross turnover i.e., buy-side turnover + sell-side turnover.

図表 8 株価指数オプションの取引シェアの推移

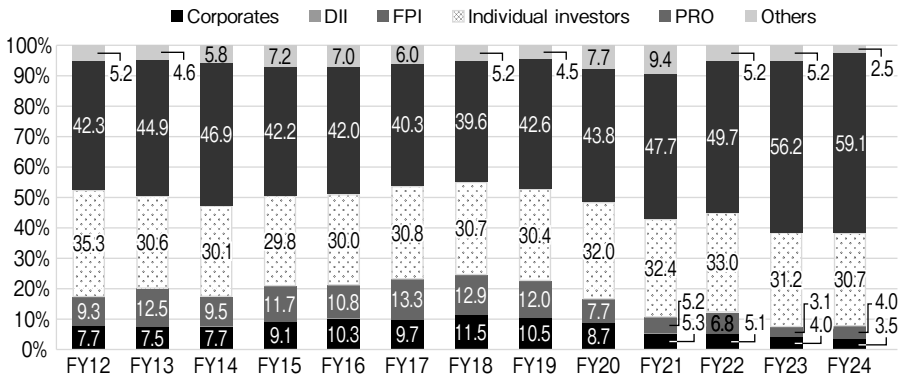
Figure 242: Trends in share of client participation in Index Options (premium turnover) at NSE (%)



Source: NSE EPR. Note: DII: Domestic Institutional Investors include Banks, Mutual Funds, Insurance Companies, NBFCs, Domestic VC Funds, AIFs, PMS clients etc., FPI: Foreign Institutional Investors include FPIs, FDIs, Foreign VC Funds, OCB and Foreign Nationals etc., Prop traders: Proprietary Traders, Individual investors: individual domestic investors, NRIs, sole proprietorship firms and HUFs, Others: Partnership Firms/LLP, Trust / Society, Depository Receipts and Statutory Bodies, etc. Figures in brackets indicate negative numbers. Above data represents share in gross turnover i.e., buy-side turnover + sell-side turnover.

図表 9 個別株先物の取引シェアの推移

Figure 243: Trends in share of client participation in Stock Options (Premium Turnover) at NSE (%)



Source: NSE EPR. Note: DII: Domestic Institutional Investors include Banks, Mutual Funds, Insurance Companies, NBFCs, Domestic VC Funds, AIFs, PMS clients etc., FPI: Foreign Institutional Investors include FPIs, FDIs, Foreign VC Funds, OCB and Foreign Nationals etc., Prop traders: Proprietary Traders, Individual investors: individual domestic investors, NRIs, sole proprietorship firms and HUFs, Others: Partnership Firms/LLP, Trust / Society, Depository Receipts and Statutory Bodies, etc. Figures in brackets indicate negative numbers. Above data represents share in gross turnover i.e., buy-side turnover + sell-side turnover.

4 個人投資家の取引

現物市場でも株式デリバティブ市場でも九五%以上の取引シェアを占めるNSEのデータに基づいてインドの株式市場における個人投資家の位置づけを確認した。報道の内容を全面的に否定するつもりはないが、個人投資家の取引増加は市場全体の取引増加に比べて特別に大きいというのではないようである。ただし、図表1と図表2で確認したように、四月以降に個人投資家の株式デリバティブ市場への資金流入額が急増していることは機関投資家等とは対照的であることは確認できる。また、オプションの代金をプレミアムで評価すれば個人投資家の株式オプションへの資金流入額は株式先物への資金流入額を大きく上回っているわけではないので、売買代金の増加率で株式先物が株式オプションを上回っていたことと合わせて、報道では株式オプションの増加が強調されすぎている感は否めない。なお、株式オプションへの資金流入はオプションの買いを意味するから、報道⑫の個人投資家の証言とも整合的である。オプション市場の個人投資家は宝くじを買うようにオプションを買っているのであって、借金をしていなければ損失が事後的に膨らむという取引をしているわけではないようである。

注

- (1) Jaysree P Upadhyay & Ira Dugal 「アングル：インド個人投資家が株式オプションに熱狂、当局が懸念強める」, 二〇一三年十一月十三日 (<https://jp.reuters.com/markets/japan/3SVBUK30XNL33LYJCVUP26HMYA-2023-11-13/>).
- (2) National Stock Exchange of India, "Market Pulse," October 2023 ; Vol. 5, Issue 9 (https://nsearchivesnseindia.com/web/sites/default/files/inline-files/Market%20Pulse_October%202023.pdf). 以下の図表はこの文献から引用。

(よしかわ まさひろ・客員研究員)