

株価調整局面のインド株式市場

～取引量と取引主体の変化に関する考察～

吉川 真裕

近年の株価上昇と取引急増を経験したインドの株式市場が二〇二四年九月二六日をピークとして調整を続けている。取引急増の象徴であった株価指数オプション取引に対して規制が強化され、取引が減少していることも大きい。この株価調整局面では取引対象ごとに取引減少度合いに大きな違いがあつて興味深い。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取引量と取引主体の変化について考察する⁽¹⁾。

なお、インド証券取引委員会（SEBI）が一〇月一日に公表した株価指数デリバティブ取引規制は、①五〇万ルピーから一〇〇万ルピーであった想定元本の一五〇万ルピーから二〇〇万ルピーへの引き上げ（一一月二〇日）、②ウィークリーの株価指数オプションを取引所ごとに一つに削減（一一月二〇日）、③満期日に二%追加証拠金の適用（一一月二〇日）、④カレンダースプレッド取引の証拠金削減を満期日には適用しないこと（二月一〇日）、⑤オプション取引の代金事前徴収（二月一〇日）、⑥投資家の五%ポジション制限・ブローカーの一五%ポジション制限の日中適用（四月一日）であつた⁽²⁾。

1 概要

図表1はニフティ50株価指数の推移を、図表2はNSEの平均売買代金の推移を月間で、図表3はNSEの平均売買代金の推移を年間でそれぞれ表わしている。

まず、図表1をみると二〇二四年九月以降に株価は下落傾向にあるが、長期のトレンドからみるとまだ下落期に入ったとは言えないことがわかる。

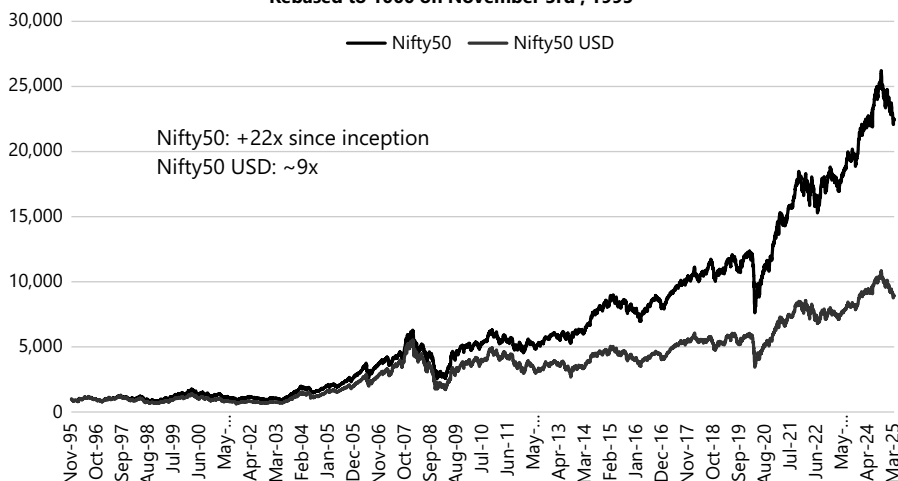
次に図表2で二〇二四年九月と二〇二五年二月の値を比べてみると、通貨先物と商品オプションを除いて売買代金が減少していることがわかる。

他方、図表3で二〇二四年度（四月から三月まで）と二〇二五年度（四月から二月まで）の値を比べてみると、株価指数オプション、通貨先物、通貨オプション、商品先物を除いて売買代金は増加していることがわかる。したがって、月間ベースでは株価が下落に転じた九月以降に売買代金は減少傾向にあるが、年間ベースではまだ売買代金が減少する局面に入ったとは言えないことがわかる。

図表1 ニフティ50株価指数の推移

Figure 162: Nifty 50 and Nifty 50 USD since inception

Movement in Nifty50 and Nifty50 USD since inception
Rebased to 1000 on November 3rd, 1995



Source: Nifty Indices, NSE EPR.

図表2 NSEにおける平均売買代金の推移1（月間）

Table 59: Average daily turnover across segments in the last six months (Sep'24-Feb'25)

Segment (Rs crore)	Sep-24	Oct-24	Nov-24	Dec-24	Jan-25	Feb-25
Cash market	1,21,875	1,06,959	1,00,853	1,04,087	96,167	91,661
Equity Futures	1,96,545	1,86,562	1,71,093	1,57,048	1,64,977	1,59,635
Stock Futures	1,62,609	1,51,962	1,37,706	1,26,884	1,33,906	1,27,210
Index Futures	33,936	34,601	33,388	30,164	31,071	32,425
Equity Options (Premium)	62,432	69,974	61,000	52,470	53,499	47,903
Stock Options (Premium)	8,304	7,818	6,710	6,750	8,346	7,424
Index Options (Premium)	54,127	62,156	54,290	45,720	45,154	40,479
Currency derivatives				—	—	—
Currency Futures	3,201	6,845	5,473	7,241	6,296	5,494
Currency Options (Premium)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Interest rate derivatives	115	123	118	106	98	113
Commodity derivatives						
Commodity Futures	1.4	0.9	0.7	0.8	2.1	1.3
Commodity Options (Premium)	13.8	18.4	12.5	15.4	26.6	36.0

Source: NSE EPR.

図表3 NSEにおける平均売買代金の推移2（年間）

Table 60: Average daily turnover across segments (FY20 to FY25TD)

Segment (Rs crore)	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25TD
Cash market	36,432	61,839	66,799	53,434	81,721	1,14,142
Equity Futures	87,255	1,09,020	1,18,824	1,14,831	1,34,000	1,88,316
Stock Futures	60,222	72,684	84,834	76,596	1,03,849	1,52,812
Index Futures	27,034	36,336	33,989	38,236	30,151	35,504
Equity Options (Premium)	5,295	12,887	27,747	47,744	61,779	63,392
Stock Options (Premium)	925	2,327	4,189	3,746	5,602	8,043
Index Options (Premium)	4,371	10,560	23,558	43,998	56,177	55,350
Currency derivatives						
Currency Futures	19,931	23,338	29,282	41,288	29,883	5,831
Currency Options (Premium)	54	60	104	194	126	2
Interest rate derivatives	1,485	398	109	107	123	105
Commodity derivatives						
Commodity Futures	24.6	21.5	8.8	0.1	21.4	0.9
Commodity Options (Premium)	—	1.1	0.5	0.4	2.1	15.1

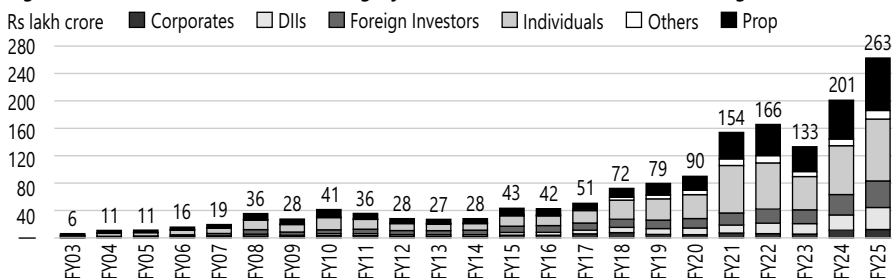
Source: NSE EPR. FY25TD data is as of Feb'25.

2 現物取引と株式デリバティブ取引

図表4はNSEにおける顧客の株式取引の推移を年間ベースで表わしている。図表2で二〇二四年九月と二〇二五年二月の値を比べてみると売買代金は二五%減少していたが、図表3で二〇二四年度と二〇二五年度の値を比べてみると売買代金は四〇%増加しており、株価調整局面で売買代金は下落傾向にあるが、トレンドとしては大幅な増加傾向にあることが確認できる。二〇二五年度における投資家の売買代金をみると個人が三四%、プロップが二九%、外国人が一五%、国内機関投資家が一二%、事業法人が五%、その他が五%となっており、二〇二四年度と比較してみると国内機関投資家が一・三%、プロップが一%、外国人が〇・三%上昇し、個人が一・四%、事業法人が一%、その他が〇・二%低下していた。個人やプロップの取引が多く、外国人や国内機関投資家の取引が少ないという途上国によく見られる取引主体構成となっているが、年間ベースでは取引主体の構成に大きな変化はみられていない。

図表4 NSEの顧客による株式売買の推移

Figure 272: Annual trends in client category-wise turnover in NSE cash market segment



Source: NSE EPR.

Notes: 1. Client categories provided here are based on client category classification uploaded by the trading members in the UCC (Unique Client Code) system. The turnover data is based on client codes entered by trading members at the time of order entry and the corresponding client category classification provided by trading members in the UCC system. This is provisional data and subject to change, inter-alia, on account of custodial trade confirmation process, client code modifications etc.

2. DII -Bank, Insurance companies, Mutual Funds, Domestic Financial Institution (Other than banks & insurance), Domestic Venture Capital Funds, AIFs, PMS clients, New Pension Systems and NBFC; Foreign investors (FIs) - Foreign Institutional Investors, Foreign Portfolio Investors all categories, Foreign Direct Investors, Foreign Venture Capital Investors, Depository receipts, Foreign Nationals (FN), Qualified foreign investor, Eligible Foreign Entity and OCBs; Corporate - Public & Private Companies / Bodies Corporate; Individual - Individual / Proprietorship firms, HUF and NRI; Others - Partnership Firm/ Limited Liability Partnership; Trust / Society, Statutory Bodies, Non Govt Organization etc.; Prop - PRO Trades.

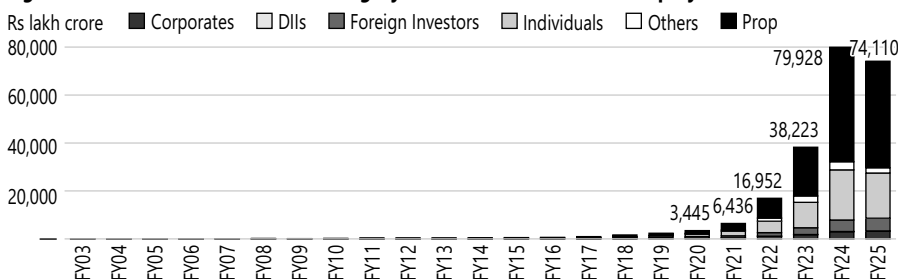
3. Above data represents share in single-side turnover i.e., (buy-side turnover + sell-side turnover)/2.

4. Data for FY25 is as of Feb'25.

図表5はNSEにおける顧客の株式デリバティブ取引の推移を年間ベースで表わしている。二〇二四年度と二〇二五年度の値を比べてみると売買代金は七%低下していたが、近年の急激な増加を考えると数年間低下しても趨勢的な増加傾向は変わりそうにないことがわかる。二〇二五年度における投資家の売買代金をみるとプロップが六〇%、個人が二六%、外国人が七%、事業法人が四%、その他が三%、国内機関投資家が〇・一%となっており、二〇二四年度と比較してみると外国人が一・二%、事業法人が〇・五%、プロップが〇・四%、国内機関投資家が〇・五%上昇し、その他が一・四%、個人が〇・九%低下していた。現物取引と同様に年間ベースで取引主体の構成に大きな変化はみられていないが、現物市場と比較すると、プロップが三一%多く、国内機関投資家が一二%、個人が九%、外国人が八%、その他が二%、事業法人が〇・四%少なく、プロップの取引が多いことが特徴で個人の取引が現物市場以上に多いとは言えないことがわかる。

図表5 NSEの顧客による株式デリバティブ取引の推移

Figure 274: Annual trends in client category-wise notional turnover in Equity derivatives



Source: NSE EPR.

Notes: 1. Client categories provided here are based on client category classification uploaded by the trading members in the UCC (Unique Client Code) system. The turnover data is based on client codes entered by trading members at the time of order entry and the corresponding client category classification provided by trading members in the UCC system. This is provisional data and subject to change, inter-alia, on account of custodial trade confirmation process, client code modifications etc.

2. DII -Bank, Insurance companies, Mutual Funds, Domestic Financial Institution (Other than banks & insurance), Domestic Venture Capital Funds, AIFs, PMS clients, New Pension Systems and NBFC; Foreign investors (FIs) - Foreign Institutional Investors, Foreign Portfolio Investors all categories, Foreign Direct Investors, Foreign Venture Capital Investors, Depository receipts, Foreign Nationals (FN), Qualified foreign investor, Eligible Foreign Entity and OCBs; Corporate - Public & Private Companies / Bodies Corporate; Individual - Individual / Proprietorship firms, HUF and NRI; Others - Partnership Firm/ Limited Liability Partnership; Trust / Society, Statutory Bodies, Non Govt Organization etc.; Prop - PRO Trades.

3. Above data represents share in single-side turnover i.e., (buy-side turnover + sell-side turnover)/2.

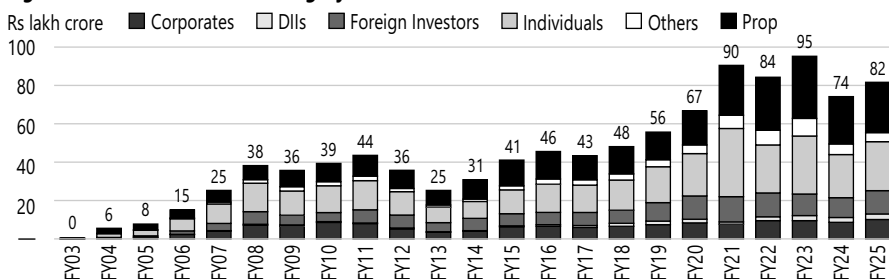
4. FY25 is as of Feb'25.

3 株式指数先物取引

図表6はNSEにおける顧客の株価指数先物取引の推移を年間ベースで表わしている。二〇二四年度と二〇二五年度の値を比べてみると売買代金は三八%増加しており、株式デリバティブ取引とは大きく異なっていることがわかる。二〇二五年度における投資家の売買代金をみるとプロップが三二%、個人が三一%、外国人が一五%、事業法人が七%、その他が六%、国内機関投資家が四%となっており、二〇二四年度と比較してみると外国人が一・〇%、個人が〇・九%、事業法人が〇・八%、国内機関投資家が〇・一%上昇し、その他が一・七%、プロップが一・一%低下していた。年間ベースで取引主体の構成に大きな変化はみられていないが、株式デリバティブ取引と比較するとプロップだけが二八%少なく、事業法人が八%、外国人が八%、個人が六%、国内機関投資家が三%、その他が三%多く、現物市場に近い構成となっていることがわかる。

図表6 NSEの顧客による株価指数先物取引の推移

Figure 280: Annual trends in category-wise client turnover in Index Futures at NSE



Source: NSE EPR.

Notes: 1. Client categories provided here are based on client category classification uploaded by the trading members in the UCC (Unique Client Code) system. The turnover data is based on client codes entered by trading members at the time of order entry and the corresponding client category classification provided by trading members in the UCC system. This is provisional data and subject to change, inter-alia, on account of custodial trade confirmation process, client code modifications etc.

2. DII -Bank, Insurance companies, Mutual Funds, Domestic Financial Institution (Other than banks & insurance), Domestic Venture Capital Funds, AIFs, PMS clients, New Pension Systems and NBFC; Foreign investors (FIs) - Foreign Institutional Investors, Foreign Portfolio Investors all categories, Foreign Direct Investors, Foreign Venture Capital Investors, Depository receipts, Foreign Nationals (FN), Qualified foreign investor, Eligible Foreign Entity and OCBs; Corporate - Public & Private Companies / Bodies Corporate; Individual - Individual / Proprietorship firms, HUF and NRI; Others - Partnership Firm/ Limited Liability Partnership; Trust / Society, Statutory Bodies, Non Govt Organization etc.; Prop - PRO Trades.

3. Above data represents share in single-side turnover i.e., (buy-side turnover + sell-side turnover)/2.

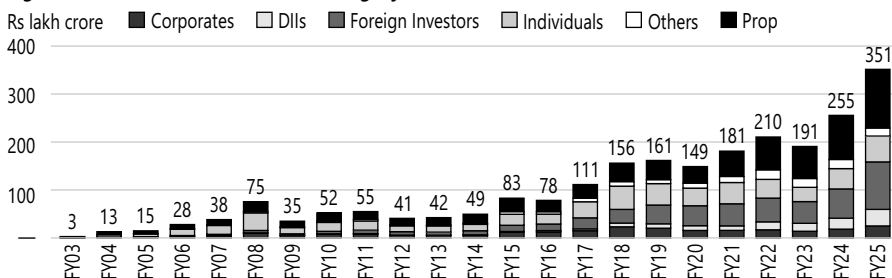
4. Data for FY25 is as of Feb 25.

4 個別株先物取引

図表7はNSEにおける顧客の個別株先物取引の推移を年間ベースで表わしている。二〇二四年度と二〇二五年度の値を比べてみると売買代金は三八%増加しており、株式デリバティブ取引とは大きく異なっていることがわかる。二〇二五年度における投資家の売買代金をみるとプロップが三五%、外国人が二八%、個人が一五%、国内機関投資家が一〇%、事業法人が七%、その他が五%となっており、二〇二四年度と比較してみると外国人が四・六%、国内機関投資家が一・〇%上昇し、その他が二・八%、プロップが一・三%、個人が一・三%、事業法人が〇・一%低下していた。年間ベースで取引主体の構成では外国人にやや大きな変化がみられ、株式デリバティブ取引と比較すると外国人が二一%、国内機関投資家が一〇%、事業法人が三%、その他が二%多く、プロップが三五%、個人が一〇%少なく、やはり現物市場に近い構成となっていることがわかる。

図表7 NSEの顧客による個別株先物取引の推移

Figure 282: Annual trends in client category-wise turnover in Stock Futures at NSE



Source: NSE EPR.

Notes: 1. Client categories provided here are based on client category classification uploaded by the trading members in the UCC (Unique Client Code) system. The turnover data is based on client codes entered by trading members at the time of order entry and the corresponding client category classification provided by trading members in the UCC system. This is provisional data and subject to change, inter-alia, on account of custodial trade confirmation process, client code modifications etc.

2. DII -Bank, Insurance companies, Mutual Funds, Domestic Financial Institution (Other than banks & insurance), Domestic Venture Capital Funds, AIFs, PMS clients, New Pension Systems and NBFC; Foreign investors (FIs) - Foreign Institutional Investors, Foreign Portfolio Investors all categories, Foreign Direct Investors, Foreign Venture Capital Investors, Depository receipts, Foreign Nationals (FN), Qualified foreign investor, Eligible Foreign Entity and OCBs; Corporate - Public & Private Companies / Bodies Corporate; Individual - Individual / Proprietorship firms, HUF and NRI; Others - Partnership Firm/ Limited Liability Partnership; Trust / Society, Statutory Bodies, Non Govt Organization etc.; Prop - PRO Trades.

3. Above data represents share in single-side turnover i.e., (buy-side turnover + sell-side turnover)/2.

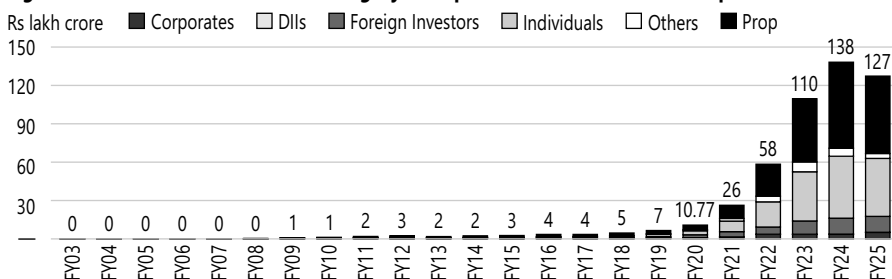
4. Data for FY25 is as of Feb'25.

5 株価指数オプション取引

図表8はNSEにおける顧客の株価指数オプション取引の推移を年間ベースで表わしている。二〇二四年度と二〇二五年度の値を比べてみると売買代金は八%減少しており、株式デリバティブ取引とほぼ同じになっていることがわかる。二〇二五年度における投資家の売買代金をみるとプロップが四八%、個人が三六%、外国人が一〇%、事業法人が四%、その他が三%、国内機関投資家が〇・一%となっており、二〇二四年度と比較してみると事業法人が一・三%、外国人が一・〇%、個人が〇・六%、国内機関投資家が〇・二%上昇し、その他が一・六%、プロップが一・三%低下していた。年間ベースで取引主体の構成に大きな変化はみられていないが、株式デリバティブ取引と比較すると個人が一〇%、外国人が三%、その他が〇・一%多く、国内機関投資家は変わらず、プロップが一二%、事業法人が〇・三%少なく、現物市場よりも株式デリバティブ取引に近い構成となっていることがわかる。

図表8 NSEの顧客による株価指数オプション取引の推移

Figure 284: Annual trends in client category-wise premium turnover in Index Options at NSE



Source: NSE EPR.

Notes: 1. Client categories provided here are based on client category classification uploaded by the trading members in the UCC (Unique Client Code) system. The turnover data is based on client codes entered by trading members at the time of order entry and the corresponding client category classification provided by trading members in the UCC system. This is provisional data and subject to change, inter-alia, on account of custodial trade confirmation process, client code modifications etc.

2. DII - Bank, Insurance companies, Mutual Funds, Domestic Financial Institution (Other than banks & insurance), Domestic Venture Capital Funds, AIFs, PMS clients, New Pension Systems and NBFC; Foreign investors (FIs) - Foreign Institutional Investors, Foreign Portfolio Investors all categories, Foreign Direct Investors, Foreign Venture Capital Investors, Depository receipts, Foreign Nationals (FN), Qualified foreign investor, Eligible Foreign Entity and OCBs; Corporate - Public & Private Companies / Bodies Corporate; Individual - Individual / Proprietorship firms, HUF and NRI; Others - Partnership Firm/ Limited Liability Partnership; Trust / Society, Statutory Bodies, Non Govt Organization etc.; Prop - PRO Trades.

3. Above data represents share in single-side turnover i.e., (buy-side turnover + sell-side turnover)/2.

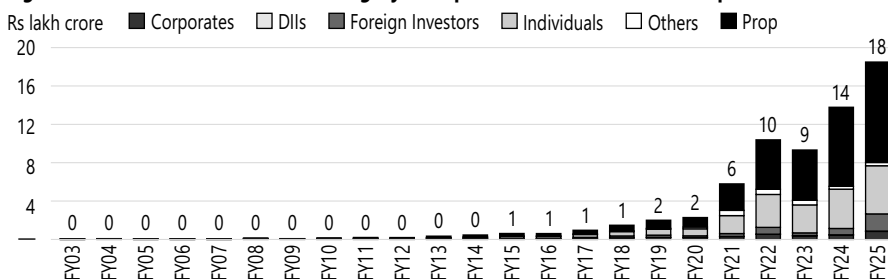
4. Data for FY25 is as of Feb 25.

6 個別株オプション取引

図表9はNSEにおける顧客の個別株オプション取引の推移を年間ベースで表わしている。二〇二四年度と二〇二五年度の値を比べてみると売買代金は二九%増加していることがわかる。二〇二五年度における投資家の売買代金をみるとプロップが五七%、個人が二七%、外国人が一〇%、事業法人が五%、その他が二%、国内機関投資家が〇・二%となっており、二〇二四年度と比較してみると外国人が五・二%、事業法人が一・一%、国内機関投資家が〇・〇一%上昇し、プロップが三・三%、個人が二・七%、その他が〇・四%低下していた。年間ベースで取引主体の構成では外国人にやや大きな変化がみられ、株式デリバティブ取引と比較すると外国人が三%、個人が二%、事業法人が〇・二%、国内機関投資家が〇・一%多く、プロップが三%、その他が一%少なく、株価指数オプション取引と同様に現物市場よりも株式デリバティブ取引に近い構成となっていることがわかる。

図表9 NSEの顧客による個別株オプション取引の推移

Figure 286: Annual trends in client category-wise premium turnover in Stock Options at NSE



Source: NSE EPR.

Notes: 1. Client categories provided here are based on client category classification uploaded by the trading members in the UCC (Unique Client Code) system. The turnover data is based on client codes entered by trading members at the time of order entry and the corresponding client category classification provided by trading members in the UCC system. This is provisional data and subject to change, inter-alia, on account of custodial trade confirmation process, client code modifications etc.

2. DII - Bank, Insurance companies, Mutual Funds, Domestic Financial Institution (Other than banks & insurance), Domestic Venture Capital Funds, AIFs, PMS clients, New Pension Systems and NBFC; Foreign investors (FIs) - Foreign Institutional Investors, Foreign Portfolio Investors all categories, Foreign Direct Investors, Foreign Venture Capital Investors, Depository receipts, Foreign Nationals (FN), Qualified foreign investor, Eligible Foreign Entity and OCBs; Corporate - Public & Private Companies / Bodies Corporate; Individual - Individual / Proprietorship firms, HUF and NRI; Others - Partnership Firm/ Limited Liability Partnership; Trust / Society, Statutory Bodies, Non Govt Organization etc.; Prop - PRO Trades.

3. Above data represents share in single-side turnover i.e., (buy-side turnover + sell-side turnover)/2.

4. Data for FY25 is as of Feb 25.

注

- (1) National Stock Exchange of India, "Market Pulse," March 2025 ; Vol. 7, Issue 3 (https://www.sebi.gov.in/reports-and-statistics/publications/mar-2025/sebi-bulletin-march-2025_92995.html)
- (2) Securities and Exchange Board of India, "Measures to Strengthen Equity Index Derivatives Framework for Increased Investor Protection and Market Stability," Oct 01, 2024; Circular No.: SEBI/HO/MRD/TPD/P/CIR/2024/132October 3, 2024 (https://www.sebi.gov.in/legal/circulars/oct-2024/measures-to-strengthen-equity-index-derivatives-framework-for-increased-investor-protection-and-market-stability_87208.html).

(よつかわ せいの・客員研究員)