



急がれるASEAN後発国の 債券市場整備

～カンボジア、ラオス、ミャンマーの取り組み～

矢口 満

公益財団法人 国際通貨研究所 経済調査部長 兼 開発経済調査部長

1. はじめに

1997年のアジア通貨危機の経験を踏まえ、2003年のASEAN+3財務大臣会合においてアジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）の開始が決定された。これを受けてASEAN加盟国の多くでは国債を中心に市場整備が進んでいるが、ASEANの後発国であるカンボジア、ラオス、ミャンマー（以下「CLM⁽¹⁾」と総称する）の3ヵ国においては、はかばかしい進展がみられない。一方で、これら3ヵ国では、無償援助や譲許的融資⁽²⁾（借款）の受け取りの減少が今後見込まれることに加えて、対外的債務の相手先が中国に偏る傾向が出ていることから、早期に債券市場を育成して資金調達手段を多様化する必要性が高まっている。

そこで本稿では、まずCLM3ヵ国の債券市場の現状と同市場育成の必要性を確認したうえで、各国の課題と取り組み状況について概観したい。

2. CLM3ヵ国における債券市場の現状

CLM3ヵ国では現在、国内の債券市場の規模が非常に小さいか、または同市場がそもそも存在しない。ミャンマーでは1993年から国債を発行しており、2016年からは定期発行を始めたが、その残高（2017年末、以下同じ）

はGDP比6.6%にとどまる。ラオスでは、国内市場で発行しているのは中央銀行（中銀）債（発行残高GDP比2.4%）と政府短期証券（残高不詳）のみである。別途、中長期国債と社債の発行残高がそれぞれGDP比8.7%、同3.7%あるが、これらはタイ市場にて外貨建てで発行されている。そしてカンボジアでは、国債・社債ともに発行残高がない。

CLM3ヵ国の国債・社債の発行残高（2017年末）の対GDP比率を、他のASEAN諸国と比較したものが図表2である。自国通貨建て（国内市場）の合計残高の順番で並べている。CLM以外の国で最も小さいのはインドネシア（国債15.5%、社債2.9%、計18.4%）であるが、それでもCLM最大であるミャンマー（国債のみ6.6%）の3倍近い規模である。

外貨建て（多くの場合は海外市場）の発行残高も含めると、CLM最大はラオスとなり、CLM以外で最小のベトナムの半分を超える規模となる。これは、ラオスでは国内市場が未発達のまま、タイ市場に依存して債券発行を進めてきたことを反映している（詳細後述）。

3. CLM3ヵ国における債券市場育成の必要性

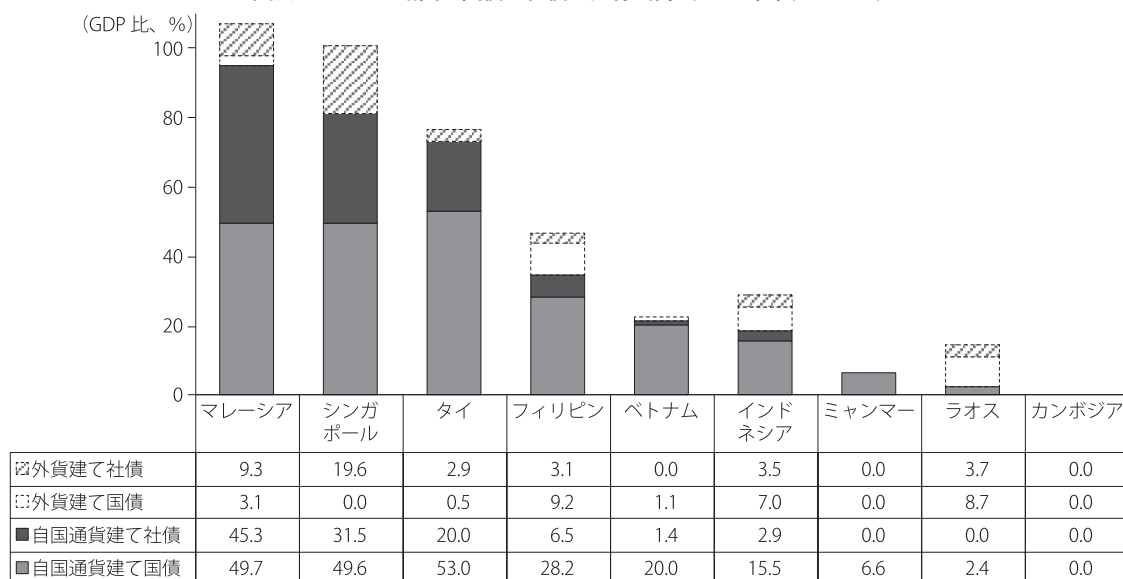
以上のようにCLM3ヵ国の債券市場は、他のASEAN諸国と比べてはるかに小さく、ま

図表1 CLM3ヵ国の国債・社債の発行残高（2017年末、GDP比）

	国債	社債	備考
ミャンマー	6.6%	ゼロ	国債残高は政府短期証券を除くと4.2%。
ラオス	国内2.4% タイ8.7%	国内ゼロ タイ3.7%	国内の国債残高には政府短期証券を含まない。
カンボジア	ゼロ	ゼロ	年内に初の社債発行が実現する見込み（本文にて後述）。

（出所）各国財務省および中銀等より筆者作成

図表2 ASEAN 諸国の国債・社債の発行残高（2017年末、GDP比）



（出所）Asian Bond Online, Asian Bond Monitor, 各国財務省および中銀等より筆者作成

だ立ち上げ期であるが、その育成の必要性は足元で強まっている。ABMIの目的は、自国通貨建ての中長期債券市場を育成して通貨危機の再来を防止し、「アジアの貯蓄をアジアの投資に」に結び付けることであるが、これに加えて次の2点から、債券市場を整備して資金調達手段を多様化することが喫緊の課題となっている。

(1) 「卒業」が近づく無償援助と譲許的融資

CLM3カ国では経済成長に伴い、無償援助や譲許的融資（借款）からの「卒業」が近付いている。これら3カ国は従来、世界銀行（世銀）やアジア開発銀行（ADB）などの国際開発金融機関および外国政府から無償援助や譲許的融資を受け取ってきたが、年々順調に経済が拡大してきた結果、1人当たり国民所得（2017年、世銀ベース）はミャンマー1,190米ドル、カンボジア1,230米ドルとなり、ラオスは2,270米ドルまで達した。3カ国とも世銀の分類では既に「低所得国」から「低・中所得国」へ移行している。2017年6月に発表された国際連合（国連）の分類では3カ国とも引き続き「後発開発途上国（LDC）」であるが、3年ごとに行われる国連の分類見直しにて今後はLDCから外れると見込まれる。

こうしたなか、ADBやASEAN+3マクロ経

済リサーチオフィス（AMRO）からは、無償援助や譲許的融資を従来どおりの規模で受け取ることのできなくなる時期が近付いており、資金調達手段の多様化が必要であると指摘されている⁽³⁾。

(2) 過剰になる懸念のある中国向け債務

CLM3カ国は中国の「一帯一路」構想の沿線国として同国からインフラ整備目的の対外援助を受けており、公的対外債務が拡大している。IMFによると、同債務に占める中国のシェアは、カンボジア5割弱（2016末）⁽⁴⁾、ミャンマー42.1%（2017年6月末）⁽⁵⁾である。ラオスは非公表であるが、米シンクタンクの研究者の推計では5割弱（2016年末）とされている⁽⁶⁾。

「一帯一路」構想に伴い中国向け債務が過剰になる懸念のある点については、同構想を基本的に歓迎しているIMFも今年4月に注意喚起を行っている⁽⁷⁾。さらに、仮に当該債務を返済できなければ、港運営権や資源開発権といったインフラ開発プロジェクトの権益を中国側に引き渡さざるを得なくなるという指摘も一部にある⁽⁸⁾。こうしたなか、中国からの対外援助に過度に依存しないためにも、CLM3カ国では政府・民間部門ともに資金調達手段の多様化が必要となっている。

4. CLM3カ国の債券市場育成に向けた課題と取り組み

前章でみたように、CLM3カ国における債券市場育成の必要性は一段と高まっている。これを踏まえて本章では、市場育成に求められる基礎的要素を確認したうえで、各国の課題と取り組み状況について概観する。

(1) 債券市場育成のための基礎的要素

ADBの報告書⁽⁹⁾では、市場育成で先行するCLM以外のASEAN諸国の経験に基づき、国債市場育成のための基礎的要素として、図表3の①～⑦の7項目を掲げている。これは網羅的なものであり、各項目とも不可欠な要素だが、その実現がとりわけ難しいのは③～⑤の3項目とみられる。次節以降で述べるように、CLM3カ国で課題として認識され、特に注力されているのも、これら3項目が中心である。

幾つかの項目に対して補足説明をすると、②の「金融政策上の市場操作の可能な」状況とは、債券レポ取引による中銀の資金供給などを想定している。また、③の「価格競争原理が働く」状況とは、競争入札方式やプライマリー・ディーラー制度の導入を想定している。後者ではプライマリー・ディーラーとなった銀行や証券会社にマーケットメイク義務が課されるため、⑤の「流通市場の効率性向上」にも資することになる。

別途、社債市場の育成には、他の基礎的要素が必要となる。これについてはADBの報告書等では取り上げられていないが、筆者として図表4の3項目を挙げたい。中でも重要なのは①であり、「コーポレート・ガバナンスと情報開示に優れた」という要件は、後述のように、証券取引所の上場企業に求められる特性と重なる。

図表3 国債市場育成のための基礎的要素

- | |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> ① 国債発行に適した、公的財政・債務管理のための組織や枠組み ② 厚みがあり、金融政策上の市場操作の可能な短期金融市場 ③ 可能な限り価格競争原理の働く債券発行市場 ④ 広範で多様性のある投資家基盤 ⑤ 流動性があり効率的で価格の透明性が高い債券流通市場 ⑥ 安全で効率的なカストディ制度や決済システム ⑦ 債券取引を阻害しない会計制度や税制 |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

(出所) ADBの報告書をもとに筆者作成

(2) ミャンマーの課題と取り組み状況

ミャンマーでは1993年から国債発行を始めたが、必要時にその都度発行する形式であり、財政・予算管理に基づいた計画的な発行ではなかった⁽¹⁰⁾。また、政府短期証券は例外的な場合を除いてミャンマー中銀が全量を購入し、中期国債は一部の商業銀行が大半を購入するなど、幅広い投資家による市中消化は行われていなかった⁽¹¹⁾。こうした状況を改善するため、政府短期証券では2015年1月から、中期国債では2016年9月から、競争入札方式での定期発行が開始された⁽¹²⁾。

ところが、中期国債に関しては、入札参加がミャンマー中銀に登録した全ての銀行や証券会社等に認められているにもかかわらず⁽¹³⁾、実際の参加者は地場の民間銀行にほぼ限られている。証券会社や外資系銀行は入札参加に消極的であり、価格競争が十分に行われていない。これは、流通市場の流動性が乏しいなか、いったん国債を購入すると機動的な売却が難しく、満期までの保有を強いられるためとみられる。また、外資系銀行の場合、ミャンマー国債が国際的な大手格付け会社の格付けを得ていないこともネックになっている⁽¹⁴⁾。

こうしたなか、まずは流通市場の活性化が課題とされており、ミャンマー中銀では、同市場の中心的な担い手である証券会社の育成が鍵を握るとしている⁽¹⁵⁾。また、ヤンゴン証券取引所に債券を上場すべく、同取引所での債券取引や資金・証券決済に向けた制度整備も進められている⁽¹⁶⁾。ただし、プライマリー・ディーラー制度の導入については、将来的な課題と認識するにとどまっている⁽¹⁷⁾。

次に、流通市場の活性化と並ぶ大きな課題として、まだ発行実績のない社債の市場育成が挙げられる。政府は財政再建の一環として国営企業の民営化を進めようとしており、当該企業

図表4 社債市場育成に別途必要と思われる基礎的要素

- | |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> ① 社債発行企業の候補となる、コーポレート・ガバナンスと情報開示に優れた大手企業群 ② 社債発行企業をサポートし、投資家と結び付ける証券会社 ③ 社債に格付けを付与する格付け会社 |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

(出所) 筆者作成

の資金調達手段の多様化のためにも社債市場の整備が求められている⁽¹⁸⁾。現在、ミャンマー証券委員会を中心に関連法制や税制等の整備が進められている。また、社債発行会社の候補と目される株式上場企業（現状5社）を増やすため、企業部門のコーポレート・ガバナンス向上と情報公開姿勢の改善が目標となっている。この点、本年8月から外資持分35%以下の企業は法律上「外資会社」とみなされなくなり、様々な規制から外れ、株式上場も可能となった。35%以下でも外資の出資を受け入れている企業は、通常の地場企業よりもコーポレート・ガバナンスや情報公開が優れていると想定されており、早期に株式上場を実現し、社債発行企業の候補になることが期待されている。

(3) ラオスの課題と取り組み状況

ラオスでは、政府・企業ともに債券を発行しているが、国内市場での発行は中銀債と政府短期証券のみである。中銀債は1991年から、政府短期証券は1994年から発行されており、共にラオス中銀を通して金融機関に売却される⁽¹⁹⁾。購入する金融機関は主に国内の商業銀行や保険会社であるが、満期保有が一般的であり流通市場は事実上存在しない⁽²⁰⁾。中銀債の発行目的は短期金融市場における金融操作（資金吸収、およびレポ取引による資金供給）であり、政府短期証券の発行目的は政府の短期の資金繰りである。いずれもABMIの目的である、中長期の債券市場育成による自国通貨建て資金調達手段の確保には即していない。

中長期国債と社債は、全量が隣国のタイ市場にてパーツ建てまたは米ドル建てで発行されている⁽²¹⁾。具体的には、ラオス政府が国債を2013年からパーツ建てで、2015年からはドル建てでも発行している⁽²²⁾。社債については、ラオス国営発電会社（EDL-Generation Public Company）が2014年にパーツ建てで、2016年には米ドル建てで発行した。また、2017年には大手複合企業KOLAO Holdings（米ドル建て）と独立系発電会社Nam Ngum 2 Power（パーツ建て）も社債発行を行っている。

ラオス政府や発電会社はパーツ建てで債券を発行しているが、水力発電所の電力のタイ向け輸出によりパーツ建て収入があり、それを元利支払いに充当するとしている。ただし、ラオス

政府に関しては、外貨建て国債での調達資金の用途が一般財政資金であり、水力発電事業にひも付けされていないことから、パーツ建ての元利支払いは通常の歳入で手当てされているとの指摘がある⁽²³⁾。この見方に立てば、ラオス政府は為替リスクを負っていることになる。

こうしたなかラオスの課題は、中長期国債と社債の国内市場での発行である。現在これをタイ市場に依存しているのは、国内の投資家基盤がぜい弱なためとみられる。すなわち、地場の金融機関が総じて小規模で投資余力が乏しいことに加えて、前述のミャンマーと同様に、流通市場が事実上存在せず、満期保有を前提とした債券投資しかできないことがネックになっている模様である。また、社債に関しては、自国通貨建て国債のイールドカーブが確立しておらず、市場金利のベンチマークがないため、発行時の金利設定が難しいことも指摘されている⁽²⁴⁾。

これらを踏まえてラオスでは、流通市場の活性化に取り組もうとしている。具体的には、プライマリー・ディーラー制度の導入（マーケットメイクの義務付け）が検討されているほか⁽²⁵⁾、債券のラオス証券取引所への上場に向けた制度整備が進められている⁽²⁶⁾。また、ミャンマーと同様、社債発行会社の候補として、株式上場企業（現状7社）を増やすことも課題として挙げられている。

(4) カンボジアの課題と取り組み状況

カンボジアでは、2003～2006年に自国通貨リエル建ての政府短期証券を発行していたが⁽²⁷⁾、それ以降は債券の発行実績は全くなく、国債・社債とも発行残高は現在ゼロである。なお、短期金融市場においては、カンボジア中銀が債券ではなく、譲渡性預金証書を2013年より発行している⁽²⁸⁾。これは金融操作を目的としたもので、2016年から同証書のレポ取引（中銀による流動性供給）も行われている。

国債については、カンボジア政府は2016年10月に決定した「金融セクター発展戦略（2016年～25年）」の中で、2019～2022年に発行・上場を実現すべく経済財務省が検討を行うとしており⁽²⁹⁾、現在このスケジュールに沿って準備が進められている。

社債については、国債よりも早く、年内に発行が実現する見込みである。既にカンボジア証

券取引委員会は2017年8月～2018年6月に一連の通達を発表し、制度整備を完了している。カンボジア証券取引所も2017年12月に債券上場に関する規則を公表すると同時に、社債の発行・上場に関する相談を受け付けることを明らかにした。別途、カンボジア中銀は2017年11月に、商業銀行やマイクロファイナンス機関による社債発行および株式上場に関する規則を公表し、これらの金融機関は総資産の20%未満まで社債発行が可能となった⁽³⁰⁾。これらを受けて、大手マイクロファイナンス機関であるハッタ・カクセカー⁽³¹⁾が現在、自国通貨建ての社債(3年物)の発行を証券取引委員会に申請しており、早ければ10月にも発行が実現する見込みである⁽³²⁾。社債発行に必須である格付けは、国内に格付け会社がないため、タイの格付け会社TRISレーティングから5月に取得済みである。

初の社債発行にあたり、これを成功させるためには国内の投資家基盤が重要であるが、その点について現地では、保険会社や年金基金に固定利付きの資金運用ニーズがあり、債券需要は潜在的に積み上がっているとされている⁽³³⁾。

また、社債市場を今後拡大させるには、社債発行会社の候補のプールが必要であるが、これについてはミャンマーやラオスと同様に、証券取引所の株式上場企業(現状5社)が今後増えて、それらが社債の発行・上場に至ることが期待されている⁽³⁴⁾。ただし、自国通貨建ての市場金利のベンチマークがないため、社債発行時の金利設定がやや難しいという問題は今後とも残る。自国通貨建ての国債を早期に発行し、市場金利のベンチマークを確立することが待たれる。

5. おわりに

上述のように、CLM3ヵ国の課題は、債券市場の立ち上がり方の違いによって幾分異なるが、共通項も少なからずみられる。特にミャンマーとラオスについては、発行市場の機能を高めるために、同市場に参入する金融機関を増やす必要があり、そのためにも広範な投資家基盤に支えられた流動性のある流通市場の整備が求められるという点で共通している。これから社債、そして国債の発行を開始するカンボジアも、早晚、同様の課題に直面すると予想される。

また、別途CLM3ヵ国に共通する問題点と

して、機関投資家や大手企業も含めて国内の金融リテラシーが十分でないことも指摘できる。例えば、ミャンマーでは、市場育成を主導すべき証券委員会や証券取引所のスタッフの経験が不足しているほか⁽³⁵⁾、機関投資家でも債券売買の基本を十分に理解しておらず、それが債券投資の普及の妨げになっている⁽³⁶⁾。ラオスでは、上場企業が増えない理由として、そもそも上場のメリットが理解されていないことや、上場基準に適合した透明性の高い財務諸表を作成する意義が認識されていないことが挙げられている⁽³⁷⁾。カンボジアでは、1970年代後半のポル・ポト派政権時代に知識人が激減したうえ学校教育が一旦廃止されたことから、高等教育を受けた国民が不足しており⁽³⁸⁾、債券市場整備を担える当局の人材も限られている⁽³⁹⁾。こうした金融リテラシーにかかわる問題が、CLM3ヵ国において債券市場の育成が遅れてきた底流にあるのではないと思われる。

本稿で指摘してきた課題は、既に取り組まれているものも含めて、それぞれ解決に月日を要するものが多い。一方で、前述のように債券市場育成の必要性は一段と高まっており、CLM3ヵ国に残された時間は多くない。そうしたところ、今般カンボジアで社債発行の実現が見込まれることは、金利設定がやや難しいなかで大きな前進といえる。今後ともこうした取り組みが着実に進展することを期待したい。

《注》

- (1) Cambodia, Lao P.D.R., Myanmarの頭文字。
- (2) 期間や金利、担保等の条件において借り手側が優遇されている融資。
- (3) ADB(2018c)12頁およびAMRO(2017b)21頁参照。
- (4) IMF(2017)2頁参照。カンボジアの二国間債務(対外公的債務の内訳)における中国のシェアは約70%と記載されている。
- (5) IMF(2018a)2頁参照。
- (6) Hurley, Morris and Portelance(2018)28頁参照。
- (7) IMF(2018b)参照。
- (8) 酒向(2018)7頁およびSmith(2018)参照。
- (9) ADB(2018c)14頁参照。
- (10) 大和総研(2017)参照。
- (11) 児玉(2017)161頁参照。
- (12) 民間銀行が政府短期証券を保有するようになったことに伴い、ミャンマー中銀はレポ取引(資金供給)を実施している(ADB(2018a)51頁参照)。
- (13) Central Bank of Myanmar(2017)22頁参照。
- (14) 竹山(2018)5頁参照。
- (15) Central Bank of Myanmar(2017)24頁参照。
- (16) ADB(2018a)67頁参照。

- (17) ADB (2018a) 34 頁および 43 頁参照。
- (18) 竹山 (2018) 5 頁参照。
- (19) ADB (2017) 31 ~ 32 頁参照。
- (20) 藤田・伊藤 (2017) 11 頁参照。
- (21) 例外的に、2014 年 8 月にラオスの大手複合企業 KOLAO Holdings がシンガポール市場でシンガポール・ドル建てで、信用保証・投資ファシリティ (CGIF) の保証付きの社債 (3 年物) を発行したことがあるが、すでに償還済みである。
- (22) 北野 (2017) 10 頁参照。
- (23) 西沢 (2018) 131 頁参照。
- (24) ADB (2017) 64 頁参照。
- (25) ADB (2017) 67 頁参照。
- (26) 北野 (2017) 10 頁参照。
- (27) 秋山 (2016) 1 頁によると、政府短期証券は 3 ヶ月物で、主に国有銀行が購入した。
- (28) 水野 (2018) 85 頁によると、譲渡性預金証書は最長 1 年、過半は 1 ヶ月未満。リエル建ておよび米ドル建てで発行されるが、流動性供給はリエル建てのみで行われている。
- (29) Royal Government of Cambodia (2016) 85 頁参照。
- (30) JETRO ビジネス短信 (2018)
- (31) タイの大手商業銀行であるアユタヤ銀行 (三菱 UFJ フィナンシャル・グループの連結対象関連会社) の 100% 子会社。
- (32) Hattha Kaksekar (2018) 参照。発行予定金額は 800 億 ~ 1200 億リエル (約 2000 万 ~ 3000 万米ドル)。なお、信用保証・投資ファシリティ (CGIF) が保証を付け、世界銀行グループの国際金融公社 (IFC) が 2,000 万ドル相当分を購入する予定である (JETRO ビジネス短信 (2018) 参照)。
- (33) ADB (2018b) 37 頁参照。
- (34) ADB (2018b) 60 頁および 62 頁参照。
- (35) ADB (2018a) 63 頁参照。
- (36) 筆者の現地ヒアリングによると、流通市場での利付債購入時に、買い手が「経過利息」を売り手に支払う一方、利払い日まで利息を受け取れないことについて、機関投資家ですら理解・納得していないという。
- (37) 北野 (2017) 6 頁参照。
- (38) 北村 (2018) 46 頁によると、カンボジアの高等教育機関への就学率は 2000 年 2.1%、2005 年 3.6% と極度に低かった。その後急に上昇して 2015 年に 13.1% となり、ラオス (16.9%) やミャンマー (13.5%) の水準に近付いたが、依然として他の ASEAN 諸国 (20 ~ 40% 台) を大きく下回っている。
- (39) 秋山 (2016) 1 頁参照。筆者も現地ヒアリングで同様の印象を得ている。
- コンで進捗もインフラ開放性や財政健全性に課題』、みずほインサイト、2018 年 7 月 20 日
- JETRO ビジネス短信 (2018) 「カンボジア発のリエル建て社債発行を申請」2018 年 6 月 4 日 <<https://www.jetro.go.jp/biznews/2018/06/d271ddf9bf5881cf.html>>
- 大和総研 (2017) 「アジア債券市場育成イニシアティブ (ABMI) ミャンマー技術支援 (フェーズ 3)」 <<https://www.dir.co.jp/business/case/asia/15079feature.html>>
- 竹山淑乃 (2018) 『ミャンマー経済の動向』国際通貨研究所 国際金融トピックス No. 321 (2018 年 5 月 7 日)
- 西沢利郎 (2018) 「アジアのインフラファイナンス」『フィナンシャル・レビュー』2018 年第 1 号 (通巻第 133 号)、2018 年 3 月、109 ~ 132 頁
- 藤田圭一・伊藤誠剛 (2017) 『ラオスにおける金融アクセスの現状と課題』PRI Discussion Paper Series (No.17A-11)、2017 年 7 月
- 水野兼悟 (2018) 「カンボジア債券市場 2020 年代初頭からの本格始動に向けて」『知的資産創造』2018 年 6 月号、84 ~ 85 頁
- ADB (2017), “ASEAN+3 Bond Market Guide 2017 Lao People’s Democratic Republic,” Oct. 11, 2017
- ADB (2018a), “ASEAN+3 Bond Market Guide 2018 Myanmar,” Feb. 1, 2018
- ADB (2018b), “ASEAN+3 Bond Market Guide 2018 Cambodia,” Feb. 1, 2018
- ADB (2018c), “Good Practice in Developing Bond Market,” May 4, 2018
- AMRO (2017), “AMRO Annual Consultation Report / Cambodia - 2017,” Dec. 2017
- Central Bank of Myanmar (2017), “Bond Market Development in Myanmar,” Workshop on Bond Market Development in Emerging East Asia, Yangon, Myanmar, Aug. 11, 2017
- <https://asianbondsonline.adb.org/features/abo_capacity_building_2017/documents/6_Bond_Market_Development_in_Myanmar.pdf>
- Hattha Kaksekar (2018), “ ‘The First Cambodian Corporate Bond No.1’ to be issued to the public by Hattha Kaksekar Limited,” <<https://www.hkl.com.kh/en/detail/view/230?ctype=article>>
- Hurley, John, Scott Morris and Gailyn Portelance (2018), “Examining the Debt Implications of the Belt and Road Initiative from a Policy Perspective,” *Center for Global Development (CGD) Policy Paper 121*, Mar. 2018
- IMF (2017), “Cambodia: Staff Report for the 2017 Article IV Consultation- Debt Sustainability Analysis,” Aug. 30, 2017
- IMF (2018a), “Myanmar: Staff Report for the 2017 Article IV Consultation- Debt Sustainability Analysis,” Feb. 9, 2018
- IMF (2018b), “Belt and Road Initiative: Strategies to Deliver in the Next Phase / By Christine Lagarde, IMF Managing Director / IMF-PBC Conference – Beijing,” Apr. 12, 2018
- Royal Government of Cambodia (2016), “Financial Sector Development Strategy 2016 – 2025” <<https://www.nbc.org.kh/english/publications/blueprints.php>>
- Smith, Colby (2018), “Belt and Road, or debt trap,” *Financial Times*, Jul. 24, 2018.

参考文献

- 秋山文子 (2016) 『CLM (カンボジア、ラオス、ミャンマー) の債券市場育成』国際通貨研究所 IIMA の目録 2016 年 No.56 (2016 年 8 月 22 日)
- 北野洋平 (2017) 「証券取引所設立から 7 年目を迎えたラオス資本市場の現状と課題」『野村資本市場クォーター』2017 年冬号
- 北村友人 (2018) 「質の向上に取り組みカンボジアの高等教育」『リクルートカレッジマネジメント』Vol.208、Jan.-Feb.2018、46 ~ 49 頁
- 児玉卓 (2017) 「ミャンマーの経済と資本市場の発展」『アジアのフロンティア諸国と経済・金融』第 6 章、日本証券経済研究所、2017 年 3 月、147 ~ 162 頁
- 酒向浩二 (2018) 『中国「一带一路」の ASEAN 展開 -