

出國報告（出國類別：參加國際會議）

出席亞洲開發銀行
「2025年亞洲區公共債務管理論壇」
會議報告

服務機關：財政部國庫署

姓名職稱：邱美齊 副組長

派赴國家/地區：柬埔寨暹粒市

出國期間：114年5月19日至23日

報告日期：114年7月1日

摘 要

「2025 年亞洲區公共債務管理論壇」(2025 Asian Regional Public Debt Management Forum)由亞洲開發銀行(Asian Development Bank，下稱亞銀)與柬埔寨經濟及財政部(Ministry of Economy and Finance, Cambodia)共同於暹粒市舉行。本次論壇主旨為「經驗分享：為永續的未來建立審慎的債務管理」(Experience Sharing : Building Prudent Debt Management for a Sustainable Tomorrow)，共有來自亞銀 32 個會員國之財政部及中央銀行代表參加。

論壇議題涵蓋「全球及區域經濟展望」、「在當前宏觀經濟條件下的有效債務管理」、「促進公共債務管理的綠色轉型」、「公共債務管理機構資訊科技、人工智慧與資安之最新趨勢」、「本國貨幣債務市場的發展」、「投資人關係」、「主權現金與流動性管理」及「債務管理在應對危機中的角色」等多元面向；講師部分除亞銀官員外，另邀請經濟合作暨發展組織(Organization for Economic Co-operation and Development, OECD)、聯合國貿易暨發展會議(United Nations Conference on Trade and Development, UNCTAD)及大英國協秘書處(The Commonwealth Secretariat)等國際組織相關領域專家擔任，透過政策經驗交流與技術分享，提升公共債務管理能力、促進區域合作、強化債務可持續性與財政風險管理，以因應全球與區域金融挑戰。

本次論壇議程安排豐富充實，經由與會亞銀專家及各會員國代表就上開議題進行之對話，以及分組案例研討提出不同觀點的意見分享，有助於各會員國更進一步瞭解目前全球及亞太區域經濟的成長前景，同時汲取債務管理專業知能及實務執行經驗，並掌握未來債券市場發展新趨勢，俾利後續精進相關業務之參考。

關鍵詞：亞洲開發銀行(Asian Development Bank)、公共債務管理(Public Debt Management)、綠色轉型(Green Transition)、本幣債券市場(Local Currency Bond Markets)、投資人關係(Investor Relations)

目次

壹、緣起及目的.....	1
貳、論壇議題.....	2
一、全球及區域經濟展望.....	2
二、當前總體經濟的有效債務管理.....	3
(一)孟加拉政府公共債務管理.....	4
(二)亞美尼亞政府公共債務管理.....	5
三、促進公共債務管理的綠色轉型.....	8
(一)永續金融市場現況與驅動力.....	8
(二)永續發展債券類型及發行考量.....	9
(三)亞銀的支援與成效.....	10
四、本幣債券市場發展.....	13
(一)柬埔寨本幣債券市場發展.....	14
(二)印尼本幣債券市場發展.....	15
(三)亞銀觀點.....	17
五、投資人關係.....	19
(一)印尼作法.....	19
(二)亞銀作法.....	21
叁、心得與建議.....	22
一、總體經濟情勢的有效政府債務管理策略及實踐.....	22
二、跨部會共同推動綠色轉型達成永續發展目標.....	22
三、資訊透明與定期溝通強化投資人關係.....	23
肆、附錄-論壇議程	24

壹、緣起及目的

亞銀為促進公共債務管理能力建設、提供經驗交流平臺、推廣債務市場發展與透明度及促進區域合作與政策協調，自 2009 年起與會員國合辦「亞洲區公共債務管理論壇」。本次論壇於 2025 年 5 月 20 日至 5 月 22 日由亞銀與柬埔寨經濟及財政部共同於暹粒市召開，我國援例由中央銀行及財政部國庫署指派代表出席。

論壇主旨為「經驗分享：為永續的未來建立審慎的債務管理」，並特別關注在後疫情時期，面臨美中貿易緊張、中東戰爭衝突、氣候變遷調適壓力及聯合國永續發展目標要求等多重挑戰下，亞太地區經濟體在公共債務管理策略方面採取之因應措施，包含加強債務可持續性與風險管理、提升本幣債券市場與資金自主性，以及綠色與永續債務工具的創新應用等 3 個關鍵面向，共計 10 場會議。

各場次會議進行方式主要由與談人就議題分享所屬國家經驗，從不同角度提供專業回應或政策建議，部分場次按議題分 A、B 場同時間進行，與會者可自行擇選參加。另為提升與會人員參與度，廣泛聽取各國代表的意見，第一天議程中的「促進公共債務管理的綠色轉型」議題，在與談人講述與環境、社會與治理(Environmental, Social, and Governance, ESG)有關之融資最新發展與舉措，並檢視國際最佳實踐後，依國家別分組(我國與喬治亞、亞美尼亞、泰國及斯里蘭卡分為同組)，由各分組成員就論壇主辦方提出之假設情境案例進行模擬討論再提出意見分享，有助增進彼此互動，拓展國際視野，了解不同觀點下所提出之解決方案或政策應用之差異性，相互學習深化公共債務管理專業知能。

本報告謹就上開場次中有關全球區域經濟展望、當前總體經濟的有效債務管理、促進公共債務管理的綠色轉型、本幣債券市場發展、投資人關係等場次摘述部分內容，並提出心得與建議。

貳、論壇議題

一、全球及區域經濟展望

亞銀講師指出，2024 年亞洲區域的高收入科技產品出口國受惠於全球對半導體及人工智慧開發與應用商品的需求帶動，出口及投資顯著增長，尤其是南亞和東南亞的許多經濟體，對美國市場的依賴程度上升，抵銷了中國及印度消費疲軟的影響，使亞洲與太平洋地區開發中經濟體的經濟成長僅略微放緩，若排除中國及印度，2024 年第二季亞洲區域實質 GDP 成長率較第一季約下降 0.5 個百分點。

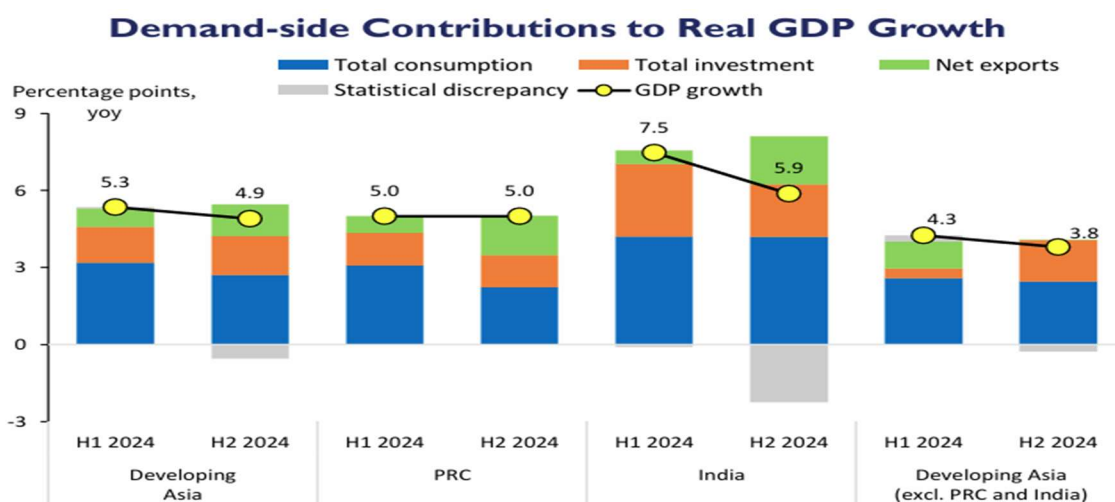


圖 1.2024 年亞洲已開發國家實質 GDP 成長率

亞銀在 2025 年 4 月 2 日美國川普總統宣布對等關稅之前，對亞太區域今、明兩年的 GDP 成長率已作出預測，預估 2025 年的增長將放緩至 4.9%，2026 年進一步放緩至 4.7%。至於在金融市場方面，自 2024 年 10 月以來，由於美國政策變動將帶來通膨壓力，加上市場預期美國利率將維持在較高水準的時間更久，全球市場不確定性削弱了投資者信心，大多數亞洲股市呈現加權股價下跌，僅東亞市場因科技股上漲而受到提振，4 月 2 日新關稅政策宣布後，亞洲股市再度走弱。

此外，由於能源、食品以及核心物價壓力均有所下降，且全球對電子產品的需求支撐了本區域的出口，亞太地區的通膨預計將逐漸趨緩，從 2024 年的 2.6%，降至 2025 年的 2.3%，2026 年將進一步下降至 2.2%。不過，多數經濟體通膨率雖已低於目標水準，預期貨幣政策的寬鬆步調將更為緩慢。

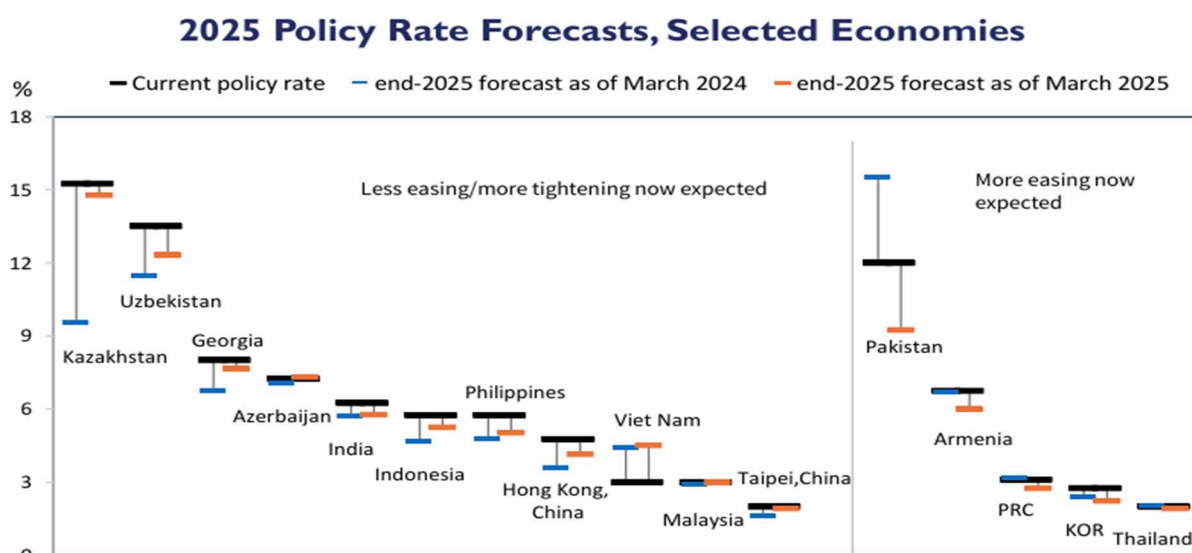


圖 2.亞洲部分經濟體 2025 年政策利率預測

展望未來，4 月初美國所宣布的加徵關稅若全面實施，發展中的亞洲經濟體將面臨顯著上升的美國關稅壓力，恐加劇貿易夥伴的報復措施，使前景惡化，若美國實施更嚴格的移民措施及比基準情境更為擴張的財政政策，將推高通膨，導致利率維持在高位的時間比目前預期更長，故美國政策的不確定性上升可能深化市場對通膨及經濟增長的擔憂；另中東衝突若進一步升級，地緣政治緊張局勢可能再次引發供應鏈中斷，貿易碎片化趨勢擴大致提升貿易成本，造成全球食品與能源價格上漲，並加深全球風險趨避情緒等風險；再者，中國大陸房地產市場脆弱性亦恐削弱其成長前景，進而影響整個區域的經濟表現。

二、當前總體經濟的有效債務管理

後疫情時期，物價快速上漲，為因應通膨上升，美國聯準會自 2022 年 3 月啟動升息循環，經過 11 度升息，累積升息 21 碼(525bp)，最高來到 5.25%~5.50%區間，隨著通膨逐漸降溫，2024 年 9 月 18 日宣布降息兩碼，基準利率調降至 4.75%~5%，開啟新一輪降息週期，各國央行也紛紛跟進實施降息政策¹。由於降息將使借貸成本及無風險資產報酬降低，所產生的債務負擔、借貸及收益率效應，連帶對整體金融市場造成深遠的影響，也加深各國的債務管理挑戰。

2025 年，美國川普總統上任後所推動的貿易和經濟政策變化速度及幅度大於預期，儘管人工智慧熱潮推動的強勁內需以及全球對半導體的需求支撐經濟成長，

¹ 「Binance 最新報告：2024 降息週期來臨，全面解析聯準會政策影響」，鉅亨網，2024 年 12 月 1 日。

但隨著川普總統對貿易夥伴加徵關稅的威脅愈甚，更加劇全球通膨的衝擊，進而對經濟前景造成風險。債務管理者如何應對這些挑戰同時確保有效的債務管理？本場會議借鏡各國債務管理工作人員實務的經驗，概述當前宏觀經濟環境所面臨的挑戰及其對債務管理政策和運作的影響。

(一)孟加拉政府公共債務管理

根據亞銀 2025 年 4 月 9 日發布的《2025 年 4 月版亞洲發展展望》(Asian Development Outlook, ADO)²，受到國內政治轉型，內需疲弱，加上自然災害風險、產業動盪及高通膨等因素的影響，孟加拉 GDP 成長率預估由 2024 年的 4.2%下降至 2025 年的 3.9%，2026 年則上升至 5.1%。另外因批發市場競爭受限、市場資訊不足、供應鏈瓶頸以及塔卡幣(BDT)貶值，通膨率將從 2024 年的 9.7%上升至 2025 年的 10.2%；而隨著貿易逆差縮小，2025 年經常帳赤字預期將從 GDP1.4%降至 0.9%。

孟加拉 2024 年債務占 GDP 比率為 36.3%(內、外債占比分別為 20.21%及 16.09%)，較 2023 年的 36.34%略有下降(如下圖)。由於國內經濟在新冠疫情(Covid-19)爆發之前經歷了快速增長。為維護總體經濟穩定，政府計劃在中期內將支出占 GDP 比率穩定維持在 14%的水準，並將財政赤字控制低於 GDP5%，以確保債務可持續性。

表 1. 2024 年 6 月底止孟加拉政府債務未償餘額

Source of Borrowing	In Crore BDT	
	As of 30 June 2023	As of 30 June 2024
A. Domestic Debt (1+2)	9,44,335	10,20,205
1. Debt from Banking Sources	5,07,763	5,96,863
1.1. Treasury Bills	1,23,681	1,33,446
1.2. Treasury Bonds & SPTB	3,66,083	4,44,419
1.3. Sukuk	18,000	19,000
2. Debt from Non-Bank Sources	4,36,572	4,23,342
2.1. Debt from NSCs	3,65,233	3,44,109
2.2. Others (GPF)	71,339	79,233
B. External Debt	6,72,978	8,12,077
C. Total Debt (A+B)	16,17,313	18,32,282
GDP	44,49,959	50,48,027
Debt to GDP (%)	36.34%	36.30%
Domestic Debt to GDP	21.22%	20.21%
External Debt to GDP	15.12%	16.09%

面臨國內稅收占 GDP 比率偏低(約 8-9%)、利息成本上升、市場流動性與資金取得問題、以及綠色轉型融資需求增加等挑戰，債務管理辦公室(Debt Management Office)將以調整發債策略、多元化外部融資來源、建立風險情境財政政策模型進

² "Bangladesh Economy to Slow to 3.9% Growth in FY2025 Before Rebounding in FY2026," ADB News Release, 9 April 2025.

行評估，以及將中期債務管理策略(Medium Term Debt Management Strategy, MTDS)整合納入年度預算流程等方式因應。前開中期債務管理策略係孟加拉政府根據截至 2024 年 6 月底的債務組合資料擬定，涵蓋 2024 至 2027 財政年度。報告的架構遵循由國際貨幣基金組織和世界銀行制定的中期債務管理策略框架³，此策略將為政府未來 3 個財政年度的舉債行為提供指導。

依據 2024-2027 中期債務管理策略的分析顯示⁴，孟加拉實體經濟增長、財政前景與貨幣狀況等主要宏觀經濟指標均屬於中度風險等級；另截至 2024 年底，國內及國外債務分占總債務餘額的 56%及 44%，國內債務以國家儲蓄證券(National Savings Certificates, NSCs)與國庫債券(Treasury Bonds)為主要組成部分，而國外債務均為向發展夥伴的雙邊與多邊貸款。為持續推動迫切需要的公共投資，政府積極致力於發展國內債務市場，在設定「主要財政赤字目標為 GDP2.6%，並逐步下降，以及 GDP 成長率預計將在中期內回升至疫情前水準」的基準情境下，推導出最佳融資組合策略為擴大中期與長期國庫債券的發行，以降低再融資風險，並為私營部門發行債務提供訂價基準。在此策略下，將發行 5 年及 10 年等 5 種不同期限的國庫債券，預計在政府總融資需求(General Financial Needs)的占比，將從 2025 年的 21.9%提升至 2027 年的 48.3%；相對地，短期國庫債券(Treasury Bills)的發行數量相應從 2025 年的 39.3% 降至 2027 年的 22.2%。為落實推動，中期債務管理策略將每年更新，以配合政府預算與現金流需求，並加強債務管理辦公室之間的協調、發布政府債券的季度發行時程，以及與市場參與者進行積極互動，以促進國內債券市場的發展。

(二)亞美尼亞政府公共債務管理

亞美尼亞的公共債務管理基於憲法與多項法律，包括《公共債務法》(Law on Public Debt)、《國際條約法》(Law on International Agreements)、《預算制度法》(Law on Budgetary System)與《國庫制度法》(Law on Treasury System)。這些法規規範舉債限制、赤字融資架構、債務管理、年度借款計畫、債務資訊揭露及財政規則，以

³ 由世界銀行與國際貨幣基金組織共同開發的框架，用以引導政府當局的債務管理決策和運作。MTDS 將借款與宏觀經濟政策結合，於中長期內，以最低可能成本為政府籌集所需資金，同時控制在審慎的風險水準內，有助於各國維持可持續的債務水平，並促進國內債務市場的發展。

⁴ “Medium Term Debt Management Strategy FY2024 25 to FY2026 27,” Ministry of Finance, Bangladesh, June 2024.

確保公共債務管理的過程有效且公開並支持財政可持續性。前開法律中以《公共債務法》為主要的公共債務管理法據，該法明定公共債務的結構包括中央政府債務、中央銀行對外債務以及政府擔保債務，並以遵循透明公開、可問責性及可預測性作為公共債務管理原則。

政府舉債目的包括彌補預算赤字、支持國際收支與外匯儲備，以及發展國內債市，至於債務管理目標在於確保長期可持續融資能力並降低債務服務成本，並與貨幣政策協調。《公共債務法》對於政府公共債務訂有不得超過 GDP60%之規定，2017 年 12 月，亞美尼亞政府依據國際貨幣基金組織的建議，經國會通過，修訂其財政框架，建立新的財政規則⁵。修訂前的《公共債務法》規定政府當年度債務未償餘額不得超過前一年度 GDP 的 60%，若逾限，則不得進行新融資等債務操作；修訂後的框架為中、長期公共債務占 GDP 比率設定了 40%、50%及 60%三個門檻。當國債超過 40%門檻時，代表財政赤字必須小於資本支出；當超過 50%門檻時，規定更為嚴格，除了前述要求外，所有新增債務僅可用於資本支出，且經常性支出 (current primary expenditures) 的增長率受到限制，另外政府還必須在中期支出框架 (Medium Term Expenditures Framework, MTEF) 中提交減債計畫；若國債超過 GDP 的 60%，財政政策將進一步收緊，除經常性支出的增長率不得超過前 7 年名目 GDP 平均增長率減去 0.5 個百分點外，經常性支出總額亦不得超過稅收總額，政府並需向國會提交減債計畫。另針對遭遇重大災害、經濟衝擊等特殊情況時，政府設有解脫條款(Escape Clauses)，使上述限制不適用。

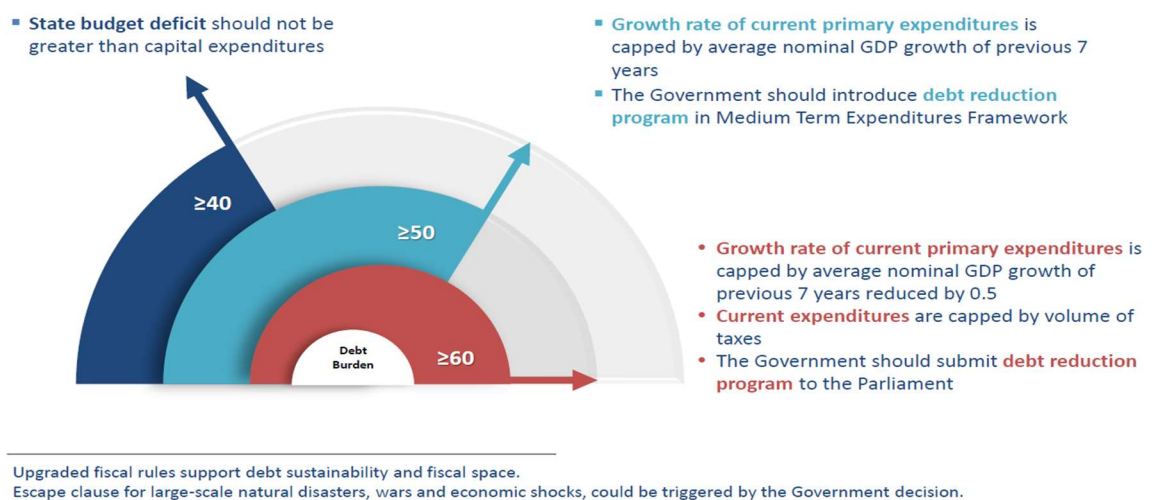


圖 3.亞美尼亞政府財政規則

⁵ “ADB Country Partnership Strategy Final Review-Armenia (2014-2018),” ADB, March 2019.

2024 年政府公共債務占 GDP 比率達 48.3%，係連續第三年維持在財政規則所設定的平均 50% 門檻以下。

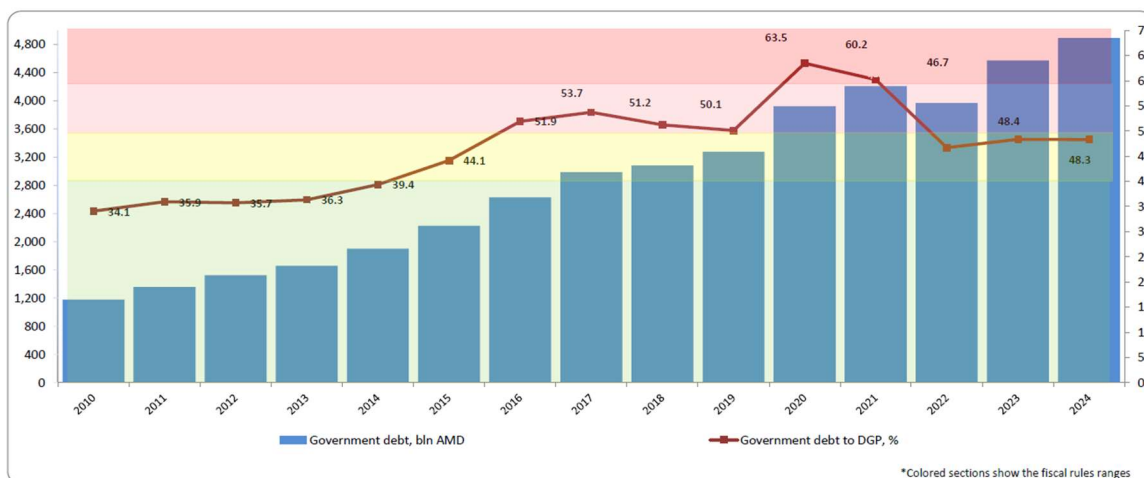


圖 4.2010-2024 年亞美尼亞政府債務餘額占 GDP 比率

2020 年亞美尼亞約有 80% 的國家債務是以外幣計價，由於政府意識到依賴當今地緣政治環境下不可預測的匯率償還外債存在風險，爰財政部開始推行一項旨在改善債務結構並同時發展國內市場的策略，即發行國債。雖國內債務的利率相對較高，但係以亞美尼亞德拉姆(AMD)償還，能使債務不易受到外部匯率波動影響。為了促進國內債券市場的發展並管理債務組合的匯率風險，政府債務結構中以亞美尼亞德拉姆(AMD)計價的債務比例已逐漸增加，2024 年已達 51%。

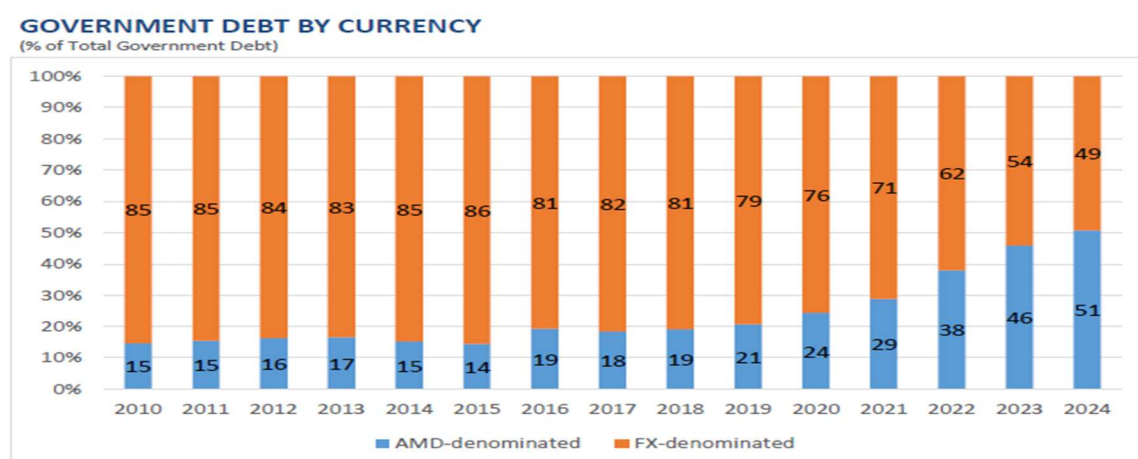


圖 5. 2010-2024 年亞美尼亞本幣債務占債務結構比率

展望未來，2026–2028 年政府債務管理策略目標將著重持續推動已發行國債的整合、發展政府國債的零售市場與電子債務管理系統，以公開透明的方式與投資人及大眾溝通，包括定期發布債務報告。另為多元化債務工具，將發行通膨指數連結債券以及評估發行綠色債券、氣候相關債券與社會責任債券的可行性，並定期舉辦

說明會，向國內外投資人及時提供亞美尼亞社會經濟發展資訊。

三、促進公共債務管理的綠色轉型

亞銀多年來致力於支持亞太地區可持續、包容及韌性成長，透過持續發行 ESG 債券，培育綠色和永續金融市場，從而提升各國政府對與氣候或其他環境效益相關融資的興趣，並增強對氣候變遷及淨零碳排轉型的適應力。目前亞太地區許多政府已經制定並發布主權綠色債券(或其他專項債券)框架，作為發行 ESG 債券的先行。本場會議主要討論債務管理機構在轉向綠色融資過程中面臨的挑戰，包括綠色及其他永續發展政府債券的進展，以及滿足 ESG 要求的必要性，並探討 ESG 融資的最新發展與檢視國際最佳實踐，最後由各分組依假設情境案例討論後，進行意見交流。

(一)永續金融市場現況與驅動力

亞銀講師表示，全球生物多樣性保護每年需要 7,000 億美元，而東南亞每年需高達 2,100 億美元的投資以建設氣候韌性基礎設施，約占該區域 GDP 的 5.7%。為了縮小這些資金缺口，永續發展債券成為政府與私部門關鍵的籌資工具。近年受到極端氣候風險的提升、綠色經濟轉型帶來的新投資機會、投資人對 ESG 關注度提高，以及政府推動永續發展政策與揭露規範等市場驅動力的影響，全球與東協加 3(ASEAN+3)地區永續發展債券市場迅速成長。

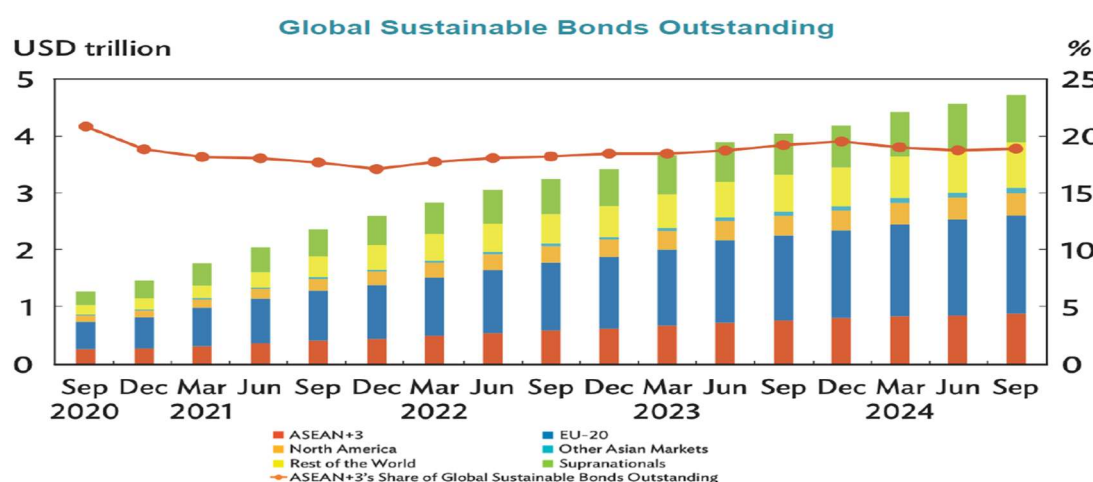


圖 6.全球永續發展債券流通在外餘額

根據亞銀資料顯示⁶，2024 年第三季在發行量增加的帶動下，東協加 3 永續發

⁶ "ASEAN+3 Sustainable Bonds Highlights_Q3 2024," ADB, October 2024.

展債券市場流通在外餘額加速擴張，截至 9 月底達到 8,931 億美元，在全球永續發展債券餘額中的占比，從前一季度末的 18.7% 小幅上升至 2024 年第三季度末的 18.9%，是全球第二大區域性永續發展債券市場，僅次於占全球總量 36.4% 的歐元區 20 國，不同行業皆活躍於市場中，包括政府、金融機構及基礎建設部門。

(二) 永續發展債券類型及發行考量

永續發展債券按用途與結構分類如下：

1. 用途型(Use-of-Proceeds, UoP)債券：將所得資金用於具明確環境或社會效益的項目，如綠色建築、再生能源、潔淨交通、永續農業、可負擔住宅、教育及就業創造等。債券所募集之資金全部用於綠色投資計畫、社會效益投資計畫，或全部同時用於綠色投資計畫及社會效益投資計畫，則分別稱之綠色債券、社會責任債券及永續發展債券(Green Bond, Social Bond, Sustainability Bond, 簡稱 GSS Bonds)。
2. 永續發展連結債券(Sustainability-linked Bonds, SLB)：資金可用於一般目的，但需設定具體可衡量的永續績效目標(Sustainability Performance Targets, SPTs)，如減碳路徑，並與發行機構的轉型策略掛鉤。當達成或未達成目標時，將啟動相應的財務機制，主要係支持難以減排(hard-to-abate)、無法發行收益用途型債券(UoP Bond)的產業推動永續發展。永續績效目標應採用「SMART」原則（具體、可衡量、可達成、相關、具時限；Specific, Measurable, Achievable, Relevant, and Time-Bound）制定，另透過訂定可持續發展關鍵績效指標(KPI)，例如：溫室氣體排放量減少、水資源使用量降低等，確保發行機構達成承諾的目標。

根據亞銀建議與經驗，政府在規劃發行永續發展債券時，應重視以下幾點：

1. 政府機關間的協作在債券發行前與發行後皆極為重要。
2. 投資人要求了解政府如何管理資金用途及發行後的資訊揭露情況。
3. 「社會效益」的定義與評估方法具有國別特性，必須清楚地向投資人說明。
4. 發行後的透明度至關重要，政府審計機關必須發揮更積極的角色。
5. 發展夥伴可在支持政府方面扮演關鍵角色。

至於發行規劃及作業流程安排如下：

1. 取得政府批准：由部長級官員確立發行主權 GSS 債券決策。

2. 成立 GSS 債券工作小組：職責包括識別並管理 GSS 支出的項目綱要、支持資訊揭露，以及分配相關的操作任務。
3. 選擇合格支出項目：納入主權 GSS 債券的支出類別，通常需與國家優先事項保持一致。
4. 識別合適的項目：可透過預算標籤(Budget Tagging)⁷來確定哪些支出適合納入。此外，支出項目可能還需滿足一定的金額門檻，並具備可衡量的影響。被選中的支出需明確標記，以避免來自其他資金來源的重複撥款。
5. 預先規劃報告安排：須確定發行後的報告頻率與內容，以建立對投資者與國會定期資訊揭露的制度。

(三)亞銀的支援與成效

亞銀自 2020 年起支援多項創新交易，包括亞洲首支主權永續發展連結債券、菲律賓的性別債券、印尼的社會債券、柬埔寨的綠色債券等。累積成果包括：催生超過 40 億美元的永續發展債券、引導後續超過 140 億美元的發行、國際獲獎 12 筆交易、支援本地評估機構能力建構。茲就亞銀協助成員國發行永續發展債券案例說明如下：

1. 泰國

泰國財政部所屬的公共債務管理辦公室(Public Debt management Office, PDMO)⁸在亞銀及「東協催化綠色金融機制」(ASEAN Catalytic Green Finance Facility, ACGF)⁹的支持下，於 2020 年 8 月發行 15 年期，票面利率 1.585%，金額 300 億泰銖(THB)之永續發展債券，也是東協(ASEAN)地區首檔此類債券，獲得本地與外國投資人極大熱烈迴響與高度認購並多次增發，目前流通在外餘額達泰銖 2,120 億元¹⁰，反應十分成功。資金收益用於支持多項環境與社會項目，包括新冠疫情紓困方案(76%)及捷運橘線東段工程(24%)，藉此減少社會不平等

⁷ 又稱綠色預算標籤(Green Budget Tagging)或氣候預算標籤(Climate Budget Tagging)，是一種識別、分類及追蹤與特定目標或政策(如環境永續、氣候變遷緩解、性別平等)相關預算措施或支出的程序。其做法是為預算項目分配標籤或代碼，以顯示與這些目標的一致性。

⁸ PDMO 隸屬於泰國財政部，是專責公共債務管理的單位，職責包括發行多種金融工具以籌措公共項目資金、管理國家債務，並支持整體財政政策的實施。

⁹ ACGF 是東協基礎建設基金(ASEAN Infrastructure Fund)的一項倡議，於 2019 年 4 月啟動，旨在協助東南亞各國政府規劃並獲取來自共同融資夥伴超過 10 億美元的貸款。技術援助幫助各國政府識別並規劃具商業可行性的綠色基礎建設項目，而貸款則用於承擔項目的前期資本支出。這種雙軌支持模式有助於降低綠色基礎建設項目的風險，從而提高其對私人資本投資者的吸引力。

¹⁰ "2024 Sustainability Bond Annual Report," PDMO, Ministry of Finance, Thailand.

與貧困，同時因應氣候變遷，分別對應聯合國的永續發展目標(Sustainable Development Goals, SDGs)及《巴黎協定》(Paris Agreement)，以促進永續性、包容性與環保性的經濟成長。綠色債券部分另獲得氣候債券倡議組織(Climatic Bonds Initiative, CBI)認證，並在盧森堡綠色交易所掛牌。至今，公共債務管理辦公室延續該次成功經驗，仍持續推動定期發行計畫，2022 年推出第二代債券，15 年期，票面利率 3.390%，並於 2024 年增發，金額計泰銖 2,700 億元¹¹，依然吸引國內外投資者的高度關注，不僅改善市場流動性，亦顯示投資人對 ESG 投資機會日益增長的需求。

值得一提的是，除了 GSS 債券，泰國政府透過亞銀的「綠色、社會、永續及其他標籤債券(GSS+)倡議」(Green, Social, Sustainable, and other Labeled Bonds Initiative)¹²提供技術協助下，於 2024 年 11 月發行主權永續發展連結債券，期限 15 年，票面利率 2.7%，每半年支付一次票息，共籌得 300 億泰銖(約合 8.8 億美元)，並獲得來自本地及國際機構投資者超過 2.7 倍的超額認購。泰國這次發行的是亞洲首支主權永續發展連結債券，也是繼智利與烏拉圭之後，全球第 3 支發行的主權永續發展連結債券，標誌著主權債券市場的一項重要進展。泰國的主權永續發展連結債券設計包含兩項全國氣候目標：一是到 2030 年將溫室氣體排放量在「維持現狀」基準上減少 30%，與泰國的國家自主貢獻(Nationally Determined Contributions, NDC)目標一致；二是 2030 年前推動 44 萬輛乘用車與皮卡車轉為零排放車輛(ZEV)，呼應泰國的「30@30 政策」，即 2030 年前至少 30%為電動車。如果未達標，債券利率將上調作為懲罰；若達成目標，則可享利率下調的激勵¹³。簡言之，該次主權永續發展連結債券的發行體現亞銀對創新金融解決方案的承諾，以支持泰國邁向 2050 年碳中和與 2065 年淨零排放的轉型目標。

此外，亞銀講師對泰國政府近年推動 GSS+債券市場的做法，特別提及兩個重點供與會代表參考：

¹¹ 同註 10。

¹² 綠色、社會、永續及其他標籤(GSS+)債券倡議是由亞銀東南亞局管理，並透過其泰國代表處執行的一項計畫，屬於 ACGF 的一部分。該倡議旨在 2025 前，於整個東南亞地區擴大 GSS+債券的發行規模，目標金額為 10 億美元

¹³ “GGGI technical support helps Thailand’s Public Debt Management Office to issue first SLB,” *Green Policy Platform*, 27 November 2024.

- (1) 永續債券發行應跨機關協力合作完成：依下圖泰國公共債務管理辦公室資料顯示，雖公共債務管理辦公室主導金融工具的發行，但在推動 GSS 債券市場發展方面，仍協同其他機構，例如國家經濟與社會發展委員會(Office of the Natural Economic and Social Development Council, NESDC)、天然資源暨環境政策規劃辦公室(The Office of Natural Resources and Environmental Policy and Planning, ONEP)、國營企業政策辦公室(State Enterprise Policy Office, SEPO)、證券交易委員會(The Securities and Exchange Commission, SEC)、泰國債券市場協會(Thai Bond Market Association)、預算局(Budget Bureau)及審計總局(Comptroller General's Department, CGD)組成專責委員會，共同依「檢視計畫永續發展策略目標遵循國際準則情形」、「核准永續發展債券發行」、「持續追蹤及監測執行情形」等步驟循序推動。

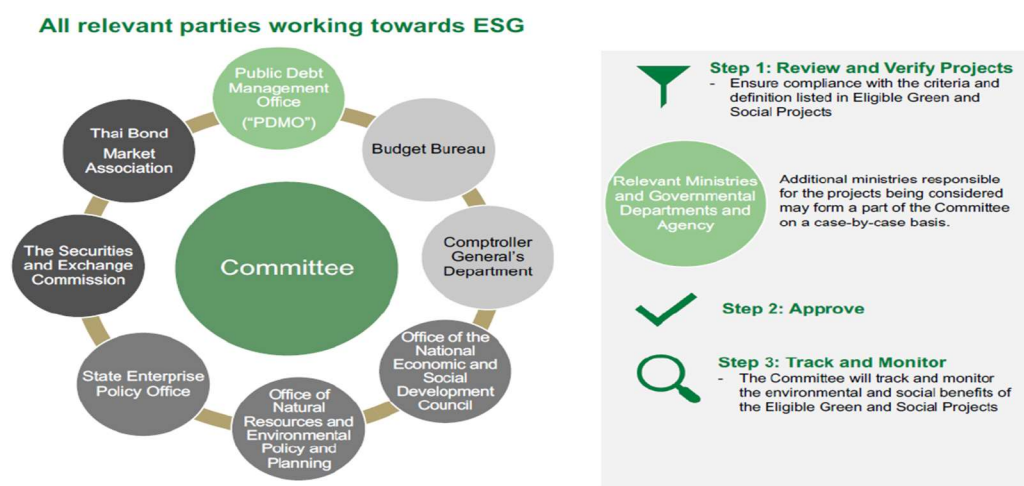


圖 7.泰國成立專責委員會推動永續發展目標

- (2) 推動國營企業(SOE)參與發行永續發展債券：為有效運用國有企業的資源，提供基礎建設或社會福利等公共服務基本服務，促進經濟成長，並強化整體金融體系，泰國政府透過公共債務管理辦公室鼓勵國營事業，特別是金融機構發行永續發展債券，以協助中小企業及供應鏈轉型，並彰顯對透明度與問責性的承諾，有助於提升國有企業的治理水準。泰國 4 家主要國營銀行包括：政府儲蓄銀行(Government Savings Bank, GSB)、農業與農業合作社銀行(Bank for Agriculture and Agricultural Cooperatives, BAAC)、政府住房銀行(Government Housing Bank, GHB)，以及泰國中小企業發展銀行(Small and

Medium Enterprise Development Bank of Thailand, SME D Bank)已發行總計近 20 億美元的 GSS+債券；除國營銀行外，泰國國家住宅局(The National Housing Authority, NHA)及泰國國營電力機構地方電力局(Provincial Electric Authority, PEA)等 2 家國營企業亦分別於 2021 年及 2024 年發行永續發展債券，以提供可負擔住宅及支持可再生能源項目開發。

2. 印尼

為籌資支持印尼住房與安居項目，提升國民的住房擁有率，並增加低收入族群可負擔住房項目的供應，印尼在亞銀透過「東協催化綠色金融機制」與「東協+3 亞洲債券市場倡議(ASEAN+3 Asian Bond Markets Initiative, ABMI)」¹⁴，支持債券框架的建立、能力建設及第三方審查的技術協助下，國有住房金融機構(PT. Sarana Multigriya Finansia, PT SMF)於 2023 年 12 月發行社會責任債券 5,000 億印尼盾(IDR)(約 3,240 萬美元)，及伊斯蘭債券 2,000 億印尼盾(約 1,300 萬美元)，以資助低收入族群住宅建設。這是根據印尼金融服務管理局(Otoritas Jasa Keuangan, OJK)最新的第 18/2023 號可持續債券與伊斯蘭債券條例發行的首檔社會債券。截至 2024 年 12 月，國有住房金融機構又發行了 3 期追加債券，使債券總餘額超過 5 萬億印尼盾(約 3.2 億美元)。

四、本幣債券市場發展

基於國內債券市場向為一國主要的融資來源，故亞洲各國政府均持續將發展國內債券市場視為優先要務。本地貨幣債券市場在危機時期(如 Covid-19 疫情衝擊)中，能成為穩定貨幣和經濟的有力工具。新興市場因難以本國貨幣從外部來源借款，或難以獲得長期融資，因此面對衝擊特別脆弱。為了克服這些弱點，許多亞洲國家積極致力於發展本地貨幣債券市場，目標是為借款人提供本幣資金，特別是長期資金。過去幾年，亞太地區本地貨幣債券市場成長顯著，許多亞銀會員國如今已擁有發展良好的本地貨幣債券市場。本場會議從(i)發展中成員國(DMCs)，以及(ii)亞銀觀點探討本地貨幣債券市場的發展進程，以及相關的市場基礎設施。

¹⁴ ABMI 於 2002 年 12 月啟動，並於 2003 年 8 月由 ASEAN 與中國、日本及韓(統稱為東協+3)共同推動。該倡議旨在發展本地貨幣(LCY)債券市場，作為外幣計價銀行貸款以外的替代融資來源，以減少匯率與期限錯配所帶來的風險。

(一) 柬埔寨本幣債券市場發展

為減少對外債的仰賴，及活化國內儲蓄與發展國內資本市場，提供長期融資管道及穩定金融，柬埔寨於 2020 年頒布《政府證券法》(Government Securities Law)，並成立技術工作小組，負責制定《政府證券發展政策框架》(Policy Framework on the Development of Government Securities, PFDGS)。2022 年 9 月經由柬埔寨國家銀行平臺(National Bank of Cambodia, NBCP)發行首批以本國貨幣計價之政府債券，2024 年另通過了兩項補充性質之監管框架，分別為柬埔寨國家銀行同意非銀行金融機構進入 NBCP，以及柬埔寨證券交易監管機構(Securities and Exchange Regulator of Cambodia, SERC)關於政府債券經紀商之規章(Prakas)，2025 年持續執行 2023-2028 政府證券發展政策框架所規劃的行動計畫，及推動上開 2024 年通過的兩項 Prakas，以促進非銀行機構的參與。

柬埔寨政府債券面額為 100 萬瑞爾(KHR)，年期分為 1 年、2 年、3 年、5 年、10 年、15 年 6 種，採固定利率以公開標售發行，每半年付息 1 次，到期 1 次清償本金。近年柬埔寨發行之政府債券及標售結果如下：

表 2.2022-2025 柬埔寨政府債券發行概況

Total Planned Issuance	500 KHR Billion	USD 125B Ceiling as per Budget Law 2023	Year	Number of Issuance	Tenor	Coupon Rate	Actual Proceeds (KHR Bil.)	Progress
Tenors Available	1 Year, 2 Years, 3 Years, 5 Years, 10 Years, 15 Years		2022	3	1	2.00-2.20%	72.02 (USD 18M)	6% of total issuance size set in budget law (KHR 1,219 Bil) (USD 304 M)
Bond Face Value	1,000,000 KHR	USD 125B		Total in 2022				
Coupon Rate Type	Fixed			4	1-Year	3.48%		
Coupon payment	Semi-Annually		2023	4	2-Year	4.00%	236.99 (USD 59M)	30% of total issuance size set in budget law (KHR 813 Bil) (USD 203 M)
Day count base	Actual/Actual			4	3-Year	4.20%-4.50%		
Principle Payment	Bullet			2 Agreements	5-Year	4.00%		
Settlement	2 days after the auction date (T+2)			Total in 2023				
Announcement	7 days prior to the auction		2024	2	1-Year	3.50%	297.47 (USD 74M)	68% of total issuance size set in the budget law (KHR 440 Bil) (USD 110 M)
				2	2-Year	4.00%		
				5	3-Year	4.50%		
				3	5-Year	5.00%		
				2	10-Year	3.80%-5.25%		
				1	15-Year	3.50%		
				Total in 2024				
			2025	2	1	2.80%	145.85 (USD 36M)	29.17% of total issuance size set in the budget law (KHR 500 Bil) (USD 125 M)
				1	2	3.20%		
				1	3	3.50%		
				Total in 2025				
			Total				KHR 752.33 Bil. (188.08M USD)	

柬埔寨政府年度預算赤字依預算法規定採發債融通，從上表可知，2022 年至 2024 年 4 月底止，各年度政府債券實際發行量占規劃發行比率分別為 6%、30%及 68%，執行率逐年提升。2025 年預計發行 5,000 億瑞爾(約當 USD1.23 億元)，截至目前實際發行 1,458.5 億瑞爾，發行率 29.17%。

近年柬埔寨審慎之金融管理提升舉借能力，加上銀行及金融機構的快速成長，以及數位科技的助力，雖為本幣債券市場發展提供利基，惟仍面臨市場波動之不確

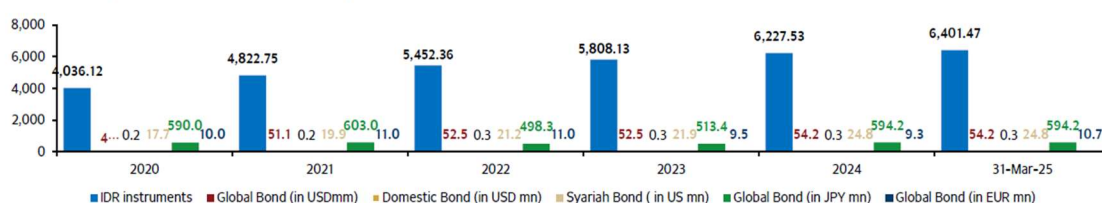
定性、瑞爾流動性相較美元不足、次級市場有待建立，以及國家信用評級未達投資等級標準，顯示違約風險仍高影響投資者信心等諸多挑戰，柬埔寨政府將持續透過柬埔寨證券交易監管機構相關法規制訂、積極參與區域債券市場倡議汲取經驗擴大投資人基礎，以及採用與國際最佳實例相同作法提升整體債券市場營運效率。

(二)印尼本幣債券市場發展

印尼自 2001 年建立債務管理辦公室，並於 2002 年發行首檔政府債券以來，業逐步發展各類政府債券工具，包括零息債券、伊斯蘭債券(Sukuk-Based Sovereign Note, SBSN)及零售債券(Retail Bonds)等；國際發行亦相當多元化，包括以美元、日圓、歐元計價之外幣債券，並推出 50 年長天期美元債券及永續發展債券等，已完整建立當地債券市場架構。

國內債券市場係印尼政府穩定之籌資管道，債券以定期發行為原則，除作為財政、貨幣政策及市場發展的工具，並擔負支應預算融資需求的重要角色，其中以印尼盾計價之本幣政府債券持續成長，在政府融資中占主導地位，截至 2025 年 3 月底，流通在外之債券餘額達 64,014 億印尼盾，至整體債務餘額為 5,498 億美元，如下圖所示。

Outstanding Government Securities (in IDR bn Unless Stated Otherwise)



Outstanding Debt in Various Currencies (in USD bn)

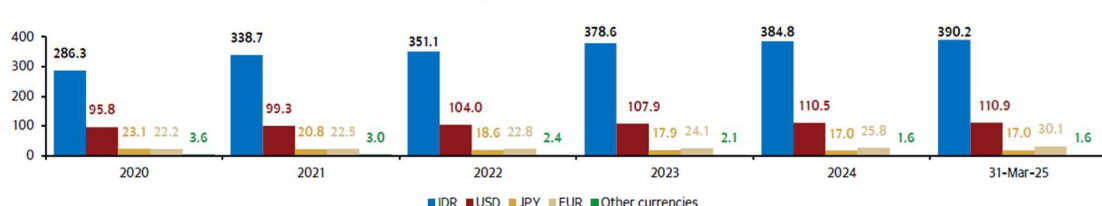


圖 8.印尼政府債券流通在外情形及債務餘額

政府債券主要以公開標售發行，其他如私募(Private Placement)及詢價圈購(Book Building)¹⁵亦兼採之。債券種類中較為特殊當屬零售債券，係指以印尼盾計價並透過銷售代理機構銷售給印尼公民的投資產品。這類債券分為兩種，即傳統型

¹⁵ 證券發行時，承銷商先設定一個預計的發行價格區間，邀請投資人提交報價後，再根據投資人的報價，以及整體市場需求，確定最終的發行價格。

和伊斯蘭教法型。傳統型債券包括國民零售債券(Obligasi Negara Ritel, 簡稱 ORI)和儲蓄型零售債券(Savings Bond Ritel, 簡稱 SBR)；而伊斯蘭教法型的債券則包括儲蓄型伊斯蘭債券(Sukuk Negara Tabungan, 簡稱 ST)和零售伊斯蘭債券(Sukuk Negara Ritel, 簡稱 SR)，分述如下¹⁶：

1. 國民零售債券(ORI)

可在次級市場交易，若債券價格上漲，具有資本利得的潛力，由電子國債銷售平臺(e-SBN)支援線上銷售。

2. 儲蓄型零售債券(SBR)

採用浮動利率，發行時的初始票面利率是到期前的最低利率，但之後有可能上升，依據印尼央行 7 天逆回購利率(BI 7 Day Reverse Repo Rate)¹⁷每 3 個月調整，提供更高的收益潛力。SBR 不可轉售，但設有提前贖回機制，允許在特定期限後部分贖回投資本金。

3. 儲蓄型伊斯蘭債券(Sukuk Tabungan, ST)

遵循伊斯蘭教法，不含賭博(maysir)、不確定性(gharar)及高利貸(riba)等成分，獲得印尼國家伊斯蘭教法委員會(DSN-MUI)認可為符合教法(sharia-compliant)。與 SBR 類似，ST 採用浮動利率，並設有提前贖回機制。

4. 零售伊斯蘭債券(Sukuk Ritel, SR)

同樣依照伊斯蘭教法原則進行管理，可在次級市場上轉讓給其他投資者，具有獲得資本利得的潛力。

印尼考量該國人口數量居世界第四，為擴大投資人範圍，降低對市場波動的敏感度並提供金融市場多元籌資管道，爰致力發展零售債券市場，期透過伊斯蘭債券等多樣替代性投資選項，支持國內金融市場的包容性發展，達成中、長期投資目標，實現國家自主融資發展。

儘管為擴大公眾參與，印尼自 2018 年設立電子國債銷售平臺，與銀行、證券公司、金融科技與電子商務業者合作，強化投資便利性與普及率，吸引年輕與科技使用者，而投資人結構日趨多元，非銀行機構(如保險、退休基金)與個人投資者的

¹⁶ "Understanding the Types of Retail Bond Investment," *DBS Treasures*, 29 June 2021.

¹⁷ 印尼央行透過逆回購協議，向商業銀行借入資金為期七天所適用的利率，係用來影響貨幣市場、銀行業和實體經濟的政策利率。

比重穩定上升，截至 2025 年 5 月，非銀行機構占比逾 55%，外資占比從 2020 年的 25%降至 14%左右，顯示出當地資金動員能力增強，有助於降低對外部資金之依賴與市場波動性風險。

惟根據世界銀行與 IMF 評估，印尼在初級市場與投資人基礎上仍面臨若干挑戰，並提出相關改革建議如下：

1. 初級市場：雖然整體債券標售期間的需求穩定，但某些特定債券系列偶爾會出現不足額標售的情況，且發行決策存在不一致性缺乏透明度，標售結果難以預測，債券種類過多導致市場破碎化。建議發行單位評估標售作業流程，建立相關之標售準則，提高標售結果的可預測性，適度減少各類債券標售數量，定期進行流動性管理操作(Liquidity Management Operations, LMOs)，以降低再融資風險，並擴充現金管理工具的多樣性(例如國庫券及附買回協議)，提升現金管理流程的效率，俾有效應對大額的債券償付。
2. 投資人基礎：雖然聚焦散戶投資者，惟缺乏具有不同投資期限的投資者(如共同基金及外國投資者)，無法進一步提升本幣債券市場發展。此外，由於全球風險環境惡化，外資參與度下降，投資人結構偏向短期或單一型態，長期資金來源匱乏。政策面建議定期與投資者互動，向投資者提供相關數據與資訊，以更好地了解投資者動態；至於在擴大投資人基礎方面，建議整合財政部的投資者關係活動，編製涵蓋所有債務存量的投資者資料庫，並就印尼的 ESG 組合建立明確的投資者溝通策略，將其正式納入所有投資者推廣活動中，並檢視退休基金參與整體投資計畫的情況，同時鼓勵開發如年金保險等新壽險產品，強化退休金機構參與。

(三)亞銀觀點

本幣債券泛指以新興市場貨幣定價的政府債券或企業債券，又稱「軟貨幣」(Soft Currency)債券；而新興市場外幣債券，又稱「硬貨幣」(Hard Currency)債券，係指新興國家以主要貨幣(如美元或歐元)發行的政府或企業債券，這些主要貨幣普遍被視為比新興市場貨幣更穩定，也因為較少承擔本地貨幣風險，這類債券通常比本地貨幣債券波動性小。由於新興市場的主權信用評等較低，同時通貨膨脹問題普遍嚴重，因此，新興國家政府為籌措資金，傾向發行較穩定和認受性(legitimacy)

較高的外幣債券，但若美元相對新興貨幣升值，由於發行人須在債券到期時以美元償還本金，恐須承受貨幣錯配(Currency Mismatch)¹⁸風險，故要避免貨幣錯配風險的方法，就是發行本幣債券¹⁹。

1997 年發生亞洲金融危機後，促使亞洲多國從依賴外幣借貸轉向積極發展本幣債務資本市場與金融市場，以確保債務的可持續性。目前中國、印度與南韓為亞洲最大的新興債券市場；印尼、馬來西亞、菲律賓與泰國金融市場發展方面也取得顯著進展。亞銀身為國際重要的多邊開發銀行(Multilateral Development Bank, MDBs)之一，基於發行本幣債券不僅提供 AAA 級別的收益率基準，有助於補足政府債券收益曲線，並提升市場參考價值，同時亦能協助降低借款人所面臨的匯率風險，進而提升投資計畫的信用品質，是經濟發展的重要工具；另推動國際對本幣債券市場的認可，吸引外國投資者參與，可實現投資多元化，並促進整體金融市場的發展與深化，爰自 2004 年以來，亞銀長期透過發行本幣債券，協助籌集本地貨幣資金以支援該國貸款業務，積極推動亞太地區本幣債券市場發展。

2020-2025 年亞銀分別於蒙古、巴基斯坦、亞塞拜然、吉爾吉斯與中國等市場發行多種以當地貨幣計價之健康、教育與性別議題專項債券，並已取得柬埔寨、塔吉克、東加與斐濟政府的本地貸款核准，擴大本地資金運用的地域範圍。截至 2024 年底，亞銀的本地貨幣貸款占非主權貸款組合的 34%，約計 32.6 億美元，其中以泰銖、盧比(INR)及人民幣(CNY)貸款金額分居前 3 名，如下圖所示。

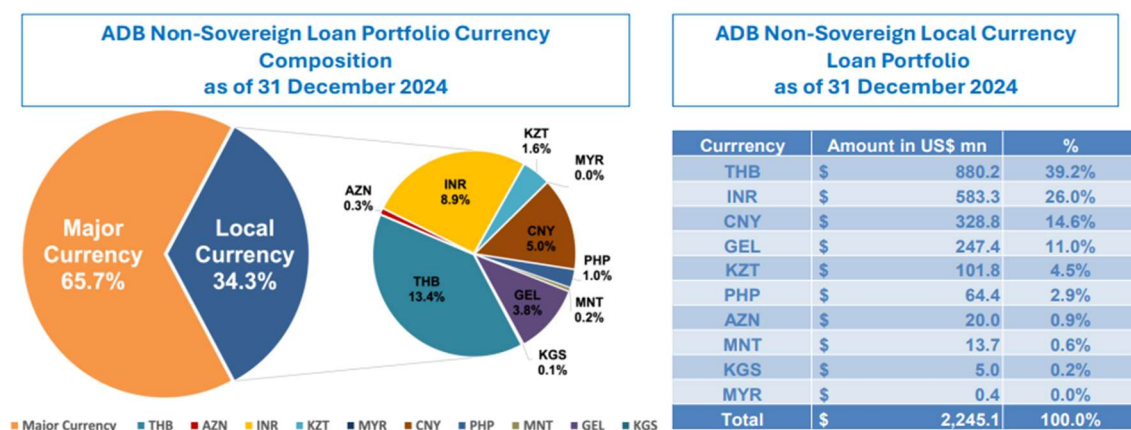


圖 9.2024 年 12 月底亞銀本地貨幣貸款概況

¹⁸ 是指一個國家或企業因為使用不同的貨幣來計算其收支而衍生的一種情況。形成幣別錯配的原因主要是因為美元為目前全球唯一的儲備貨幣，使其它貨幣遭到邊緣化，非以美元為本幣的國家都面臨不同程度的幣別錯配，其中又以新興國家最為嚴重。

¹⁹ “本幣及外幣債券有何差別?” 資匯 The Busy Weekly, 5 August 2013.

至於喬治亞代表於本場會議 Q&A 時提出有關亞銀於會員國發行本幣債券，是否會引發當地貨幣貶值問題，亞銀講師回應，依據該行 2023 年於蒙古以本地貨幣計價發行之健康債券為例，由於籌集之資金係為蒙古中產階級提供優質的醫療服務，同時改善偏遠地區的醫療可及性，鑑於亞銀債信等級極高，發行債券被視為「優質資產」，可吸引國內外投資人參與，不僅提升對該貨幣的即期需求，另一方面，亞銀發行本幣債券同時亦伴隨技術協助、監管優化建議等，對金融市場制度與流動性有長期正面作用，並不會導致當地貨幣貶值，反而可進一步穩定匯率環境。

2025 年 2 月，亞銀發表《本地貨幣金融 20 年發展報告》(ADB and Local Currency Financing: A 20-Year Journey)，總結其推動本幣債券市場的經驗，主要成果包括：有效降低借款人匯率風險、促進國際資金流入、發展金融衍生商品市場、擴展主權與非主權融資工具。未來亞銀亦將繼續深化本地市場參與，推動政策創新，助力成員國實現可持續發展目標。

五、投資人關係

公共債務管理的一項目標是協助政府建立多元化的投資人基礎並提升對投資人的吸引力。要實現此一目標，關鍵在於與市場參與者(包括中央銀行、投資人、信用評等機構及其他政府機構)建立並維持良好的投資人關係計畫。本場會議主要重點包括印尼及亞銀講師對投資人關係計畫內容介紹，如何與金融市場參與者進行溝通，以取得投資人偏好回饋順利進入市場之重要性，以及如何有效管理此類計畫的最佳實務分析。

(一)印尼作法

印尼投資人關係單位(Investor Relation Unit, IRU)是由經濟統籌部 (Coordinating Ministry of Economic Affairs)、財政部與印尼央行(Bank Indonesia)於 2005 年共同設立，並逐步擴大納入其他部會與機構，包括印尼投資協調委員會(Indonesia Investment Coordinating Board, BKPM)、貿易部(Ministry of Trade)、國營企業部(Ministry of State-Owned-Enterprises)、能源與礦產資源部(Ministry of Energy and Mineral Resources)、金融服務管理局等，以跨部門合作方式共同組成，主要目的是

加強協調、改善溝通，在向投資人傳達印尼經濟政策，並回應投資人所關切之金融市場議題方面扮演重要角色。

投資人關係單位的核心職能：

1. 溝通：透過各項文件或活動(例如投資人關係單位簡報手冊、投資人說明會等)，發布有關印尼經濟表現、發展與政策的資訊。
2. 利害關係人互動：與主權信用評等機構、市場分析師與投資人保持互動，以維持對印尼經濟的正面認知，確保對印尼信用品質的了解與支持。
3. 協調：加強參與投資人關係單位的各部會與機構之間的協調與溝通。
4. 回應投資人關切：提供平臺讓投資人可就經濟發展與政策提出疑問與關切事項。
5. 資料發布：透過投資人關係單位官方網站與電子郵件訂閱服務，提供宏觀經濟統計與政策資訊。

至於投資人關係單位主要運作方式包括每季舉行一次投資人電話會議、回覆投資人透過電子郵件與電話提交的問題、並可安排銀行或金融機構代表造訪印尼央行及其他政府機關等。此外，投資人關係單位中的財政部因肩負財政政策制定及債務管理任務，地位更形特殊，其下負責投資人關係業務之財政政策署(Fiscal Policy Agency, FPA)，積極地透過溝通與對話，維持並強化投資人對印尼經濟與政策的正面觀感；另公共債務管理辦公室亦將投資人關係納入其債務管理策略中，目的在於及時並精準提供市場資訊與分析，定期更新資料庫及評估投資服務，以滿足投資人需求，維持與經濟學者、市場分析師與媒體之良好關係並深化證券市場發展。

投資人關係單位的努力從近年主要評級機構持續對印尼國家主權信用評等保持與疫情前相同之投資等級水準可看出，印尼改善投資環境及提升競爭力業獲得肯定，並確認政府在維持經濟與財政穩定方面的努力成果。

表 3.2023-2024 年印尼政府主權信用評等概況

Indonesia Rating Position	Rating Agency	Sovereign Credit Rating	Outlook	Assessment Release
	R&I	BBB+	Stable	25 July 2023
	S&P	BBB	Stable	4 July 2023
	JCR Agency	BBB+	Stable	22 March 2024
	Moody's	Baa2	Stable	16 April 2024
	Fitch	BBB	Stable	15 March 2024

(二)亞銀作法

亞銀身為國際與本地資本市場的 AAA 級主要借款者，面對全球金融市場的不確定性，採取多元化的融資策略，例如：拓展主流市場之外的投資人基礎以支持借貸擴張、把握利差與利率政策差異進行有效債務管理、進入新市場提升信用辨識度、引進如通膨連結債券等新品、發行主題與本地貨幣債券，強化籌資靈活性，確保在市場波動或地緣政治事件下仍可籌集資金。目前已在 50 種貨幣市場發行債券，預計 2025 年借貸總額達 350 至 360 億美元，現有未償債務餘額為 1,465 億美元。

在與投資人互動策略方面，除設立專責投資人關係網站與聯絡窗口，透過向投資人簡報、電子報及社群媒體等定期對話與投資人保持連結，舉辦面對面及線上會議以維護能見度，參與各種專家小組座談會、加入國際資本市場協會 (International Capital Market Association, ICMA)，建立關鍵人脈並促進發行人之間在資本市場上的創意交流外，另使用客戶關係管理 (Customer Relationship Management, CRM) 系統²⁰管理投資人資料與偏好，以提升互動效率。總計 2024 年與 194 位投資人接觸，2025 年迄今已與 68 位投資人互動。亞銀也透過自 2010 年起發行，截至目前共約 248 億美元之各類型主題債券(如水資源、教育、性別、健康、生物多樣性、綠色、藍色等)與投資人積極溝通，並提供年度簡報及影響報告以利投資人深入了解。

展望未來，人工智慧將在投資人關係中扮演更積極角色，亞銀將廣續強化網站互動效率、模擬市場反應、預測利率與政治事件影響以深化對市場理解，並採訂單簿分析(Order Book Analysis)²¹及投資人於次級市場交易行為之數據自動化分析方式，持續探索新主題，回應市場需求。

²⁰ CRM 資料庫是一種系統，幫助企業管理和儲存有關客戶的資訊，包括聯絡資料、購買紀錄、溝通紀錄以及偏好設定。它作為所有客戶互動與資料的集中儲存庫，使企業能夠提供更個人化的服務並改善客戶關係。

²¹ 訂單簿分析是一種交易策略，用來研究和評估交易所收到的所有買賣委託單(order)的數據。這有助於交易者了解市場情緒、流動性和潛在的價格變動，從而制定更明智的交易決策。

叁、心得與建議

參與本次 2025 年亞洲區公共債務管理論壇的代表除來自亞銀會員國，各國國際組織及信評機構如 OECD、UNCTAD、The Commonwealth Secretariat、S&P Global Ratings 等官員亦受邀擔任各場次引言人及與談人，分就當前全球總體財經表現和展望、亞洲區各經濟體面臨之財政風險和挑戰、債務管理政策和運作等議題進行意見交流，有助於開拓國際視野，汲取各會員國實務經驗作為精進債務管理效能的參考。茲就參加本次論壇研提心得與建議如下：

一、總體經濟情勢的有效政府債務管理策略及實踐

2025 年初，受地緣政治衝突、氣候變遷、美中貿易再緊張，以及新興市場債務壓力等因素交織影響，全球經濟仍處於不穩定與高度不確定性的階段。各國政府必須積極應對赤字擴大與債務負擔沉重的雙重挑戰，建立更穩健的公共債務管理策略以維持經濟穩定與金融信心。尤其是新興市場國家資本外流、外匯儲備不足與經濟成長乏力交互作用，除發展本地貨幣債市以降低外債比重，另積極進行預算改革與債務管理策略調整，以實現財政可持續性確保經濟穩定。

以亞美尼亞在國際貨幣基金組織協助下制定的中期支出框架與進行的預算改革為例，透過多次修訂財政規則，依國債占 GDP 比率另訂定不同的資本支出規定，並相應提出減債計畫以降低預算赤字，實施以來業將債務比率控管低於 50%。對照我國公共債務管理現況，相關的財經法規如公共債務法及財政紀律法，對各級政府公共債務舉借、節制政府支出成長，以及降低預算歲入歲出差短等亦有類似嚴格規範。近年因稅收成長優於預期，中央政府減少或延緩部分債務舉借之執行，並積極增加債務還本，長期債務比率已自 2012 年之高峰下降，且債息負擔整體亦呈下降趨勢，具財政韌性因應外界衝擊，業獲國際信用評等機構肯定我國藉由有效債務管理，控管各級政府債務遠低於公共債務法所定 50% 債限，並隨時間推移降低利息成本，確實有助強化財政紀律及維持財政健全。

二、跨部會共同推動綠色轉型達成永續發展目標

隨著氣候變遷衝擊與全球永續發展目標壓力加劇，亞洲新興市場國家紛紛意

識到，傳統公共債務管理策略已無法有效支持綠色轉型與低碳經濟發展，爰逐步將債務工具與環境永續政策結合，其中泰國政府將「可持續發展」與「低碳社會」納入其 20 年國家戰略(2018-2037 年)，要求公部門與國營企業在財務運作上導入永續性目標，除透過資本市場發行綠色金融工具以支持環境與社會項目，並且積極推動國營企業利用永續發展債券籌資。同時，中央政府成立專責委員會，建立有效的跨部門協調機制，以確保各部門政策的一致性與協調性。

我國為響應永續發展國際趨勢及實踐「國家希望工程」國政藍圖，行政院於 2024 年 12 月 26 日核定兆元投資國家發展方案，以公私攜手的創新方式，引導兆元資金投資臺灣。其中推動策略主軸三列有永續發展債券發行相關作為，財政部基於中央政府公債主要發行人之立場，建議研修相關預算法規及補助規範，拓展發行可能及提升發行誘因，並加強輔導地方政府建置多元化籌資管道，廣續配合與金融監督管理委員會及財團法人中華民國證券櫃檯買賣中心之三方聯繫機制，個案追蹤及輔導可行案源，積極促進我國永續發展政府債券之發行。目前地方政府中，直轄市業有成功發行案例；至中央政府方面則可望在 2026 年發行首檔永續發展債券。

鑑於發行永續發展債券涉及國家政策方向、資金運用規劃、預算編列及發行作業之配合，涵蓋各相關機關業務，又依行政院第 3930 次院會指示，請相關部會積極妥善研議發行政府永續債。故為增加社會投資資金的多元化來源，引領金融市場推動永續發展，可借鏡參考泰國推動公共債務綠色轉型經驗及模式，研議將制定永續發展政策及永續金融標準、審核資金用途符合國際準則與相關國營企業等政府機構納入專責委員會之可行性，經由跨部會協調與合作機制，以利整合資源與發行規劃，逐步擴大永續發展債券之發行規模。

三、資訊透明與定期溝通強化投資人關係

強化投資人關係是政府債券市場現代化與永續化發展的重要基礎。政府債券市場若要吸引長期、穩定、多元化的投資人參與，如何加強投資人關係管理具關鍵性角色。

資訊透明是投資人關係管理的核心。政府需定期提供清晰、可信的財政與債

務資訊，以利投資人掌握債券市場風險與回報情況。惟資訊公開僅為被動方式，政府更應主動與投資人進行溝通與互動，促進信任累積。此外，強化投資人關係不僅靠溝通，還需透過制度與市場設計創造投資誘因，以打造有利的投資環境。

政府公債向來是我國債券市場發行餘額最大且流通性最高之債券。為降低市場預期，協助訂價、提高投標及買賣意願，我國於 2002 年推出定期適量發行公債政策，並以舉新還舊方式於年度中平均配置不同年期之公債，以建構債券市場殖利率曲線，有助於投資人研判利率趨勢及風險程度。嗣後並採二階段發行公告，第一階段於每年年底前，公告次年度發債計畫；第二階段則於每季之前，公布各月發行日期、發行金額等明細，發債資訊預先公告且公開透明，方便投資人將公債提前納入投資規劃，並提供整體金融市場投資決策參考。

此外，為深入了解市場需求以面對全球金融市場劇烈變化，財政部業透過拜會及問卷調查方式，建立與市場參與者之溝通機制，另每年 12 月間則邀集債券相關單位及公債主要交易商舉辦座談會，針對回復之問卷意見及重要議題進行討論，次一年度中央公債發行計畫有關債券發行年期及結構併同市場因素綜合考量後審慎擬訂，至發行量則依國庫實際需要適時調整。整體而言，目前定期公告公債發行計畫的作法，有助資訊揭露透明化，穩固市場信任的基礎；而舉辦交易商座談會聆聽各界看法，透過積極互動，深化投資人參與，強化政策溝通並展現政策透明度，不僅能提供大眾多元投資標的選擇，擴大籌資來源、降低發行成本，更能提升政策信任，實現穩健財政與經濟韌性。

肆、附錄-論壇議程

2025 ASIAN REGIONAL PUBLIC DEBT MANAGEMENT FORUM

20 - 22 May 2025 | Siem Reap, Cambodia



PROGRAM OF EVENTS

Sharing Experience: Building Prudent Debt Management for a Sustainable Tomorrow

MONDAY, 19 May 2025

7:00 pm onwards **Welcome Reception**

TUESDAY, 20 May 2025

8:00 am–8:30 am **Registration**

8:30 am–9:15 am **Welcome Remarks**

Ms. Jyotsana Varma, Country Director, Cambodia Resident Mission, Asian Development Bank

Opening Remarks

Mr. Tobias Hoschka, Treasurer, Asian Development Bank

H.E. Ros Seilava, Secretary of State, Ministry of Economy and Finance, Cambodia

9:15 am–9:30 am **Group Photo**

9:30 am–10:45 am **Session 1: Global and Regional Economic Outlook**

Format: Panel Dialogue

This session will focus on global economic prospects, with emphasis on Asia and the Pacific region. It will cover developments and their potential impact on economic growth, how developing Asia is performing, and the regional growth outlook.

Panelists:	Mr. Donghyun Park, Economic Advisor (Strategic Knowledge Initiatives), ADB
	Ms. Fatos Koc, Head of Financial Markets Unit, OECD
	Mr. Kim Eng Tan, Managing Director, Sovereign and International Public Finance Ratings Asia-Pacific, S&P Global Ratings

Moderator: Ms. Lakshini Lourdes Fernando, Senior Economics Officer, ADB

10:45 am–11:15 am **Coffee Break**

2025 ASIAN REGIONAL PUBLIC DEBT MANAGEMENT FORUM

20 - 22 May 2025 | Siem Reap, Cambodia



11:15 am–12:45 pm

Session 2: Effective Debt Management under Current Macroeconomic Conditions

Format: Presentation

Debt management offices are continuing to face challenges, particularly with increased uncertainty in global financial markets. One positive has been the reduction in inflation and consequently in short-term interest rates. However, governments continue to face increasing fiscal risks, e.g., from contingent liabilities. This session will draw on the experiences of practitioners to outline the challenges faced and their impact on debt management policies and operations.

Speakers:	Ms. Dun Bonita, Director, GDICDM, Ministry of Economy and Finance, Cambodia
	Mr. Irakli Khomeriki, Acting Head of Government Securities Division, Ministry of Finance, Georgia
	Mr. Syed Ashrafuzzaman, Joint Secretary, Economic Relations Division, Ministry of Finance, Bangladesh
	Ms. Marine Melikyan, Head of Strategy and Risk Management Division, Ministry of Finance, Armenia

Moderator: Mr. Tobias Hoschka, Treasurer, ADB

12:45 pm–2:00 pm

Lunch Break

2:00 pm–3:30 pm

Session 3: Fostering a Green Transition in Public Debt Management

Format: Presentation and Case Study

This session will set out the challenges faced by DMOs to transition to green financing, including the development of green and other sustainable development government bonds, and the need to meet ESG requirements. MDBs have been issuing ESG bonds for many years to support ESG market development. As a result, many governments have developed sovereign green bond (or equivalent) frameworks as a precursor for the issuance of ESG bonds. The session will discuss developments and initiatives in ESG financing and examine international best practices.

Speakers:	Ms. Rabia Ahmed, Director Risk, Debt Management Office, Ministry of Finance, Pakistan
	Mr. Brad Parry, Head of Sustainable Finance, Australian Office of Financial Management
	Mr. Satoru Yamadera, Advisor, Economic Research and Development Impact Department, ADB

Moderator: Mr. Anthony T. Ruschpler, Principal Treasury Specialist, Financial Policy and Planning Division, ADB

3:30 pm–4:00 pm

Coffee Break

4:00 pm–5:15 pm

Session 4: Trends in ICT, AI, and Cyber Security for DMOs

Format: Presentation

Information and Communication Technology is changing at a tremendous rate. The introduction in artificial intelligence is the latest initiative. This session will provide an update on recent trends and share the experiences of DMOs in adopting new technologies for debt management.

Speakers:	Mr. Marcelo Abalos, Systems Team Leader, UNCTAD
	Ms. Roula Katergi, Quality Assurance and User Support Team Leader, UNCTAD
	Mr. Mac Banda, Adviser and Team Leader (ISystems), Debt Management, The Commonwealth Secretariat

Moderator: Mr. Ayite Gaba, Principal Treasury Specialist, Treasury Services Division, ADB

7.00 pm onwards

Dinner Hosted by the Ministry of Economy and Finance, Cambodia

2025 ASIAN REGIONAL PUBLIC DEBT MANAGEMENT FORUM

20 - 22 May 2025 | Siem Reap, Cambodia



WEDNESDAY, 21 May 2025

8:00 am–8:30 am **Registration**

8:30 am–10:00 am **Session 5: Developments in Local Currency Debt Markets**

Format: Presentation

The development of domestic debt markets across Asia continues to be a priority for most governments as they provide a valuable financing source. Emerging markets are vulnerable to shocks because they have difficulty borrowing from foreign sources in their domestic currency or securing long-term financing. To address these weaknesses, many Asian economies have been working on developing local currency bond markets to provide local currency funding to borrowers. The growth of local currency bond markets across the Asia Pacific region has been significant over the past years. This session will examine the development of local currency debt markets and the related market infrastructure.

This session is structured into (i) a session from the perspective of DMCs and (ii) a session from the perspective of ADB.

Developments in Local Currency Debt Markets: from the Perspective of DMCs

Speakers:	Mr. Tieng Sokphyrom, Director of Government Securities, GDICDM, Ministry of Economy and Finance, Cambodia
	Mr. Erwin Ginting, Deputy Director, Development of Budget Financing Management, Directorate General Budget Financing and Risk Management, Ministry of Finance, Indonesia
	Mr. Adem Karabulut, Head of Department, Ministry of Treasury and Finance, General Directorate of Public Finance, Türkiye
	Mr. Farid Khalilov, Head of Division, Ministry of Finance, Agency for Managing Public Debt and Financial Obligations, Domestic Debt Management Department, Republic of Azerbaijan

Moderator: Ms. Sukhumarn Phanachet, Deputy Treasurer, ADB

10:00 am–10:30 am **Coffee Break**

10:30 am–11:15 am **Developments in Local Currency Debt Markets: from the Perspective of ADB**

Speakers:	Ms. Annie Lei Wang, Assistant Treasurer, Client Solutions Division, ADB
	Mr. Satoru Yamadera, Advisor, Economic Research and Development Impact Department, ADB

Moderator: Mr. Ian Storkey, Consultant, ADB

11:15 am–12:45 pm **Session 6: Sovereign Asset and Liability Management**

Format: Presentation

While public debt management and reserve management are often viewed in isolation, there is significant merit in taking a holistic sovereign ALM perspective to optimize public sector financial management and reduce risks such as currency or maturity mismatches.

2025 ASIAN REGIONAL PUBLIC DEBT MANAGEMENT FORUM

20 - 22 May 2025 | Siem Reap, Cambodia



Speakers:	Ms. Zeynep Boğa, Deputy Director General, Ministry of Treasury and Finance, General Directorate of Public Finance, International Capital Markets, Türkiye
	Mr. Riky Candra, Senior Manager on Hedging Planning, Directorate General Budget Financing and Risk Management, Ministry of Finance, Indonesia
	Dr. Mohamed Aazim, Adviser, Debt Management, Economic, Youth and Sustainable Development Directorate, The Commonwealth Secretariat
	Mr. Mehmet Cangoz, Consultant, ADB

Moderator: Mr. Deepak Taneja, Assistant Treasurer, Financial Policy and Planning Division, ADB

12:30 pm–2:00 pm

Lunch Break

2:00 pm–3:15 pm

Session 7A: Challenges of Managing Public Debt in a Small Nation

Format: Presentation

Small nations face challenges that larger nations may not face. Natural disasters can severely impact fiscal and economic outcomes and subsequent increased levels of public debt. The small population imposes limitations on the investor bases, limiting scope for the development of the domestic market for government securities. Often, funding sources are concentrated with few investors such as commercial banks and national provident fund. This session will draw on the experiences of several small nations and how they have overcome the challenges they faced.

Speakers:	Ms. Toalima Nofosaefa, Head of Debt Management Division, Ministry of Finance, Samoa
	Dr. Mohamed Aazim, Adviser, Debt Management, Economic, Youth and Sustainable Development Directorate, The Commonwealth Secretariat
	Ms. Lafala Turepu, Principal Analyst, Ministry of Finance and Economic Management, Cook Islands

Moderator: Ms. Gaukhar Biyekenova, Senior Treasury Specialist, Client Solutions Division, ADB

Session 7B: Investor Relations

Format: Presentation

The investor relations program sets out how consultations and relationships with financial market players are managed. This session describes what an investor relations program entails and illustrates best practices of how countries are managing such programs. An objective of public debt management is to ensure that the government develops a broad investor base and strengthens investor appeal. Fundamental to achieving this objective is developing and maintaining an investor relations program with market participants including the central bank, investors, rating agencies, and other government entities. In addition, innovative instruments that allow access to new funding, e.g., thematic bonds, which require clear communications to ensure proper access to markets.

Speakers:	Ms. Udeni Udugahapattuwa, Director General, Public Debt Management Office, Ministry of Finance, Sri Lanka
	Mr. Riky Candra, Senior Manager on Hedging Planning, Directorate General Budget Financing and Risk Management, Ministry of Finance, Indonesia
	Mr. Pieter C. Van Blommestein, Treasury Specialist, Funding Division, ADB

Moderator: Mr. Anthony T. Ruschpler, Principal Treasury Specialist, Financial Policy and Planning Division, ADB

3:15 pm–3:45 pm

Coffee Break

2025 ASIAN REGIONAL PUBLIC DEBT MANAGEMENT FORUM

20 - 22 May 2025 | Siem Reap, Cambodia



3:45 pm–5:00 pm

Session 8A: Debt Sustainability Analysis

Format: Presentation

Debt sustainability analysis is important for any government to assess the risk of debt distress and impact of debt to the balance sheet risk of government. This session will demonstrate what a debt sustainability analysis involves, what it delivers, and the relation to the balance sheet of government such as introduction of tools of primary balance and balance sheet analysis.

Speakers:	Ms. Lim Licheng, Risk Management Officer, Cambodia
	Ma. Trisha J. Querijero, Officer-in-Charge, Financial Market Monitoring & Analysis Division, Research Service, Bureau of the Treasury, Philippines
	Mr. Ian Storkey, Consultant, ADB

Moderator: Mr. Ian Storkey, Consultant, ADB

Session 8B: Sovereign Cash and Liquidity Management

Format: Presentation

Government cash flows can be a cause of short-term volatility in money markets. A less volatile government cash balance can ease the central bank's tasks. Governments often establish liquidity buffers to manage unanticipated cash outflows and access the market for unplanned short-term financing. This session will explain why sovereign liquidity management is important for DMOs and what practices, such as cash flow forecasting and setting a cash buffer, are considered.

Speakers:	Mr. Erekle Gvaladze, Deputy Head of the Cash Forecasting & Management Department, Ministry of Finance, Georgia
	Mr. Eduardo Anthony G. Mariño III, Deputy Treasurer of the Philippines, Philippines
	Mr. Mehmet Cangoz, Consultant, ADB

Moderator: Ms. Penelope Stafford, Assistant Treasurer, Treasury Services Division, ADB

6.00 pm onwards

Dinner

THURSDAY, 22 May 2025

8:00 am–8:30 am

Registration

8:30 am–9:45 am

Session 9: Emerging Trends in Public Debt Management

Format: Conversation

Public debt management has advanced with the establishment of debt management offices. This session will present how debt management offices are evolving and what challenges debt management offices may face in the future. It will also outline how multilateral and bilateral donor agencies are supporting this evolution.

Speakers:	Mr. Eduardo Anthony G. Mariño III, Deputy Treasurer of the Philippines, Philippines
	Ms. Fatos Koc, Head of Financial Markets Unit, OECD
	Mr. Faisal Wali Jan, Section Officer, Ministry of Finance, Pakistan

Moderator: Mr. Tobias Hoschka, Treasurer, ADB

9:45 am–10:15 am

Coffee Break

2025 ASIAN REGIONAL PUBLIC DEBT MANAGEMENT FORUM

20 - 22 May 2025 | Siem Reap, Cambodia



10:15 am–11:30 am

Session 10: The Role of Debt Management in Navigating Crises

Format: Presentation

This session will look at DMCs' experiences and discuss the role of capacity building and sound institutional practices to face challenges such as debt restructuring, liability management, and restoring capital market access amid a liquidity crunch. DMCs can share what works and what does not work to navigate challenging times.

Speakers:	Ms. Udeni Udugahapattuwa, Director General, Public Debt Management Office, Ministry of Finance, Sri Lanka
	Ms. Rabia Ahmed, Director Risk, Debt Management Office, Ministry of Finance, Pakistan
	Ms. Fathimath Mohamed Didi, Debt Management Executive, Ministry of Finance & Planning, Maldives

Moderator: Ms. Olimpia Henriques da Silva, Senior Treasury Specialist, Financial Policy and Planning Division, ADB

11:30 am–12:00 pm

Closing Remarks

Ms. Sukhumarn Phanachet, Deputy Treasurer, Asian Development Bank

Mr. Mang Sopheara, Deputy Director General, Ministry of Economy and Finance, Cambodia

12:00 pm–1:00 pm

Closing Lunch

Afternoon

Tour of Angkor Wat