

第十一週：南進！東南亞的機會與陷阱

國家風險與新興市場

國際財務管理

珍途的全球征途

2026 春季學期

國際財務管理：珍途的全球征途

本週大綱

1. 故事導入：東南亞的機會
2. 三國基本資料比較（泰越菲）
3. 國家風險三大面向：政治、金融、經濟
4. 1997 亞洲金融風暴的教訓
5. 四種國家風險評估方法
6. 主權信用評等與 ICRG 指數
7. 國家風險溢酬（CRP）公式與計算
8. 三國風險評估矩陣
9. 新興市場六大特徵
10. 五大緩解策略 + 珍途的東南亞策略

本週學習目標

1. 定義國家風險，區分政治風險、金融風險與經濟風險三大面向
2. 解釋主權信用評等（S&P、Moody's、Fitch）如何影響企業融資成本
3. 運用 ICRG 等方法對新興市場進行系統性風險評估
4. 分析新興市場典型特徵（高成長、貨幣波動、制度薄弱、資本管制）對跨國企業的影響
5. 設計國家風險緩解策略，並應用於東南亞市場進入決策

東南亞的機會

六億人口的新戰場

東南亞三國基本資料（2025 年）

指標	泰國	越南	菲律賓
人口（百萬）	72	100	117
GDP 成長率	3.0%	6.5%	5.8%
人均 GDP (USD)	7,400	4,300	3,900
通膨率	1.5%	4.2%	5.5%
茶飲市場規模（億 USD）	28	15	12
冰城帝國門市數	120	200	50

越南成長最快、人口最多——但冰城帝國已布局 200 店
經濟數字只是第一步，國家風險才是決勝關鍵

國家風險三大面向

 超越匯率的挑戰

一、政治風險（Political Risk）

因政府行為或政治不穩定導致的商業損失風險：

-  **徵收風險** (Expropriation) —— 政府沒收外企資產
-  **移轉風險** (Transfer Risk) —— 資本管制限制資金匯出
-  **營運風險** (Operational Risk) —— 稅法突變、執照撤銷
-  **貪腐與治理風險** —— 索賄、不透明審批、司法不公

在日本不用擔心政府沒收你的店——在新興市場，這些風險是真實的

二、金融風險 (Financial Risk)

一國金融體系穩定性和主權債務能力的風險：

-  **主權風險** (Sovereign Risk) —— 政府無力或不願償還外債
-  **貨幣危機風險** —— 本幣急貶 (如 1997 泰銖崩盤)
-  **銀行體系風險** —— 不良貸款過高、監管不足
-  **外匯存底不足** —— 無法覆蓋短期外債
-  **避險市場不足** —— 衍生品市場淺，需使用 **NDF**

NDF (Non-Deliverable Forward) = 無本金交割遠期，以美元結算差額

三、經濟風險（Economic Risk）

一國總體經濟穩定性的風險：

- 🔥 高通膨/惡性通膨——侵蝕購買力，定價策略失靈
- ↓ 經濟衰退——消費需求萎縮，影響營收
- 🚨 經濟結構脆弱——過度依賴單一產業（觀光、能源）
- 🚧 基礎建設不足——物流、電力、通訊品質低

三大面向交互影響：政治動盪 → 金融恐慌 → 經濟衰退

① 1997 年 7 月 2 日

泰國央行宣布放棄泰銖釘住美元的匯率政策。

當天泰銖暴跌 20%，一個月內跌幅超過 50%。

危機蔓延到印尼、馬來西亞、韓國，最終波及全球。

根源：經常帳長期赤字 + 短期外債過高 + 外匯存底不足 + 金融監管薄弱 + 固定匯率制度的內在矛盾

教訓：即使經濟看起來蓬勃，金融體質脆弱的國家可能一夕崩盤

衡量國家風險

 四種評估方法

四種國家風險評估方法

★ 方法一：國際信用評等

S&P、Moody's、Fitch 對主權債務評級
投資等級 vs. 投機等級（垃圾級）

▣ 方法二：ICRG 指數

PRS Group 發布，滿分 100
政治 50% + 金融 25% + 經濟 25%

※ 方法三：主權利差法

目標國美元公債 vs. 美國公債利差
利差越大 = 市場認為風險越高

▢ 方法四：定性分析

實地考察、專家訪談、法律顧問
定量模型抓不到的「軟資訊」

主權信用評等對照表

等級	S&P	Moody's	意義
投資等級最高	AAA	Aaa	違約機率極低
投資等級中上	A	A2	經濟穩健
投資等級最低	BBB-	Baa3	尚可接受
投機等級（垃圾）	BB+ 以下	Ba1 以下	違約風險顯著

泰國 & 菲律賓

S&P: **BBB+** (投資等級)
機構投資人可投資

越南

S&P: **BB+** (投機等級)
部分機構投資人被禁止投資

International Country Risk Guide (PRS Group)

滿分 100 分，三大構面：

- **政治風險 (50%)** —— 政府穩定性、社會經濟條件、投資環境、內外部衝突、貪腐、法治
- **金融風險 (25%)** —— 外債/GDP、債務服務/出口、經常帳、外匯存底
- **經濟風險 (25%)** —— 人均 GDP、GDP 成長率、通膨率、預算平衡

分數越高 = 風險越低

80–100：極低風險 70–79：低風險 60–69：中風險 <60：高風險

CRP 公式

■ 國家風險溢酬的量化

國家風險溢酬 (CRP)

調整後的 CAPM

$$k_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + \text{CRP}$$

方法 A：主權利差法

$$\text{CRP} = Y_{\text{目標國}} - Y_{\text{美國}}$$

Y = 美元計價公債殖利率

方法 B : Damodaran 法

$$\text{CRP} = S_{\text{spread}} \times \frac{\sigma_{\text{equity}}}{\sigma_{\text{bond}}}$$

波動度比率通常介於 1.2–1.5

CRP 越高 → 折現率越高 → 投資門檻越高

■ 假設投資泰國的珍珠奶茶工廠

- 美國公債殖利率 $R_f = 4.5\%$
- 市場風險溢酬 $= 6.0\%$ ， $\beta = 1.0$
- 泰國主權利差 $= 1.2\%$ ，波動度比率 $= 1.3$

Step 1 : $CRP = 1.2\% \times 1.3 = 1.56\%$

Step 2 : $k_e = 4.5\% + 1.0 \times 6.0\% + 1.56\% = 12.06\%$

台灣 $k_e \approx 10.5\%$ vs. 泰國 $k_e = 12.06\%$
在泰國投資需要額外 $\sim 1.5\%$ 的報酬率才值得冒險

三國 CRP 比較

指標	泰國	越南	菲律賓
主權利差 (vs. 美國公債)	1.2%	2.5%	1.8%
$\sigma_{\text{equity}}/\sigma_{\text{bond}}$	1.3	1.5	1.4
CRP (Damodaran 法)	1.56%	3.75%	2.52%
調整後 k_e	12.06%	14.25%	13.02%

越南的 CRP 幾乎是泰國的 **2.4 倍**

越南投資案必須產生比泰國高出 ~2% 的報酬率才值得

三國風險比較

 風險評估矩陣

東南亞三國風險評估矩陣

風險面向	泰國	越南	菲律賓
主權評等	BBB+ (2 分)	BB+ (4 分)	BBB+ (2 分)
政治穩定性	中等 (3 分)	穩定 (2 分)	中等 (3 分)
外資政策	開放 (2 分)	仍有管制 (4 分)	較開放 (3 分)
貨幣穩定性	中等 (3 分)	偏弱 (4 分)	中等 (3 分)
法治環境	中上 (2 分)	偏弱 (4 分)	中等 (3 分)
基礎建設	良好 (2 分)	發展中 (3 分)	較弱 (4 分)
風險總分 關鍵風險	14 分 (低) 政治動盪	21 分 (中高) 資本管制	18 分 (中等) 天災、消費力弱

評分標準：1 = 最低風險，5 = 最高風險。總分越高 = 國家風險越大

新興市場的六大典型特徵

1. 高經濟成長率

GDP 5–7% 是常態，但波動性更大

2. 貨幣波動與資本管制

「進得去、出不來」的風險

3. 制度品質參差

產權保護、合約執行、司法獨立

4. 市場深度不足

流動性差、資訊不對稱嚴重

5. 非正式經濟佔比高

灰色經濟佔 GDP 的 30–50%

6. 人口紅利

東南亞中產階級 2015–2030 +1.5 億人

高「預期」報酬伴隨高「不確定性」——關鍵在識別與管理風險

緩解策略

🛡️ 五大國家風險緩解策略

五大緩解策略

投資端

1. 投資結構設計

- 合資企業（JV）降低針對性
- 授權加盟降低資本暴露
- 國際仲裁條款（ICSID）

2. 政治風險保險

- MIGA（世界銀行集團）
- 各國出口信用機構
- 私人市場（Lloyd's）

3. 融資結構設計

營運端

4. 營運風險分散

- 多國同時布局
- 跨國供應鏈
- 保留退出條款

5. 利害關係人管理

- 僱用在地員工與管理團隊
- 參與社區公益活動
- 與當地政府維持溝通

■ 決策：泰國優先

原因：

1. 三國中風險最可控（14 分）
2. 投資等級信用評等、開放外資
3. 曼谷茶飲市場已有規模
4. 旭日食品在曼谷有據點可支援

▣ 階段式進入策略

Phase 1：泰國灘頭堡
最小資本驗證模式

Phase 2：用泰國現金流
支持越南拓展
即使出問題也不傷母公司

Phase 3：菲律賓視情況
觀察消費力變化

不是進入最早或最大的贏——是最了解風險、最能適應的贏

本週任務：東南亞三國風險評估報告

◎ 任務說明

A4 報告，5–7 頁，選擇三國中**兩國**完成：

1. **風險評分矩陣**： ≥ 8 個指標，1–5 分評分
2. **CRP 估算**：查詢主權利差，計算調整後 k_e
3. **緩解方案**：風險較高國， ≥ 3 項具體措施
4. **進入建議**：先進哪國？直營/加盟/合資？

珍途幣：最高 130 ZT + 深度 30 ZT + 創意 20 ZT

累積 > 850 ZT \Rightarrow 「珍途國際風險顧問」稱號

本週重點回顧

1. 國家風險涵蓋政治、金融、經濟三大面向，遠超過單純的匯率風險
2. 政治風險包括徵收、資本管制、營運環境突變和貪腐
3. 主權風險：一國政府無力或不願償還外債；信用評等是衡量工具
4. CRP 應加入折現率中反映額外風險；可用主權利差法或 Damodaran 法估算
5. 新興市場六大特徵：高成長、貨幣波動、制度參差、市場不深、灰色經濟、人口紅利
6. 五大緩解策略：投資結構、政治風險保險、融資結構、營運分散、利害關係人管理
7. 最佳實踐是階段式進入——先在低風險市場建立灘頭堡，再逐步擴張

下週預告

珍途曼谷旗艦店裝潢進入最後階段。
就在林美準備確認開幕日期的同時——
「林美……越南央行剛發布公告——
所有外資企業的利潤匯出需要事前審批，
單筆超過 50 萬美元需提供稅務清白證明。」

這就是教授說的**移轉風險**。
在新興市場，驚喜——或驚嚇——隨時可能降臨。

第十二週：曼谷設廠——大投資決策

Q & A

問題與討論

下週預習：Eun & Resnick, Ch. 16（國家風險與資本成本）