

第九週：價格戰的真正戰場

經濟曝險與營運彈性

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：冰城帝國的價格戰
2. 成本結構比較：珍途 vs 冰城帝國
3. 經濟曝險的定義與三種曝險比較
4. 迴歸模型衡量經濟曝險
5. 名目匯率 vs 實質匯率
6. 情境分析：三種匯率情境
7. 營收拆解：經濟曝險的殺傷力
8. 經濟曝險的五大決定因素
9. 營運彈性策略與珍途的反擊
10. 本週任務與重點回顧

本週學習目標

1. 定義經濟曝險，說明其與交易曝險、換算曝險的差異
2. 使用迴歸模型衡量企業的經濟曝險係數，並解讀其經濟意義
3. 區分名目匯率與實質匯率，說明實質匯率變動才是經濟曝險的真正來源
4. 分析匯率變動如何透過成本結構與競爭效果影響企業的長期獲利能力
5. 設計營運彈性策略以降低經濟曝險

三條街外的敵人



冰城帝國 ¥350 vs 珍途 ¥650

冰城帝國來了

⚠ 壞消息

- 冰城帝國在表參道開幕
- 距離珍途旗艦店三條街
- 開幕促銷 ¥280，常態定價 ¥350
- 珍途售價 ¥650——差了 46%
- 本週客流下降 15%

林美：「消費者會不會直接跑過去？」

核心問題

1. 冰城為什麼能賣這麼便宜？
2. 匯率在其中扮演什麼角色？
3. 珍途該如何反擊？

● 陳教授

「冰城帝國的成本是人民幣計價的。想想這代表什麼？」

- 冰城背後：中國一萬家店的規模經濟
- 原料全球集中採購，成本壓得很低
- 東京店每杯營運成本約 ¥280——珍途的七成

重點不只是規模，更是幣別結構的差異。

成本結構比較

币別組成決定競爭力

珍途 vs 冰城帝國：成本幣別結構

| 成本項目 | 珍途幣別 | 珍途 (¥) | 冰城幣別 | 冰城 (¥) |
|--------------|---------|------------|------|------------|
| 原料（茶葉等） | TWD/JPY | 150 | CNY | 80 |
| 人事成本 | JPY | 100 | JPY | 70 |
| 租金 | JPY | 80 | JPY | 60 |
| 物流與包材 | TWD | 40 | CNY | 30 |
| 總部管理費 | TWD | 30 | CNY | 40 |
| 每杯總成本 | | 400 | | 280 |

冰城帝國的日圓成本已按當前匯率 CNY/JPY = 0.046 換算。

外幣成本佔比：關鍵差異

珍途 (TWD 計價佔比)

- 部分原料 ¥80
- 物流包材 ¥40
- 管理費 ¥30
- 合計 ¥150 / 400

TWD 佔比 = 37.5%

冰城帝國 (CNY 計價佔比)

- 原料 ¥80
- 物流 ¥30
- 管理費 ¥40
- 合計 ¥150 / 280

CNY 佔比 = 53.6%

日圓貶值 \Rightarrow 外幣成本（換算成日圓）增加
外幣佔比越高，成本壓力越大

經濟曝險

匯率的長期殺傷力

匯率風險的三張臉

| 類型 | 影響對象 | 時間視角 | 可否避險 |
|------|---------|------|-----------|
| 交易曝險 | 已知外幣現金流 | 短期 | 可(遠期、選擇權) |
| 經濟曝險 | 企業長期價值 | 長期 | 困難(需營運調整) |
| 換算曝險 | 帳面數字 | 每期報表 | 爭議性大 |

交易曝險是你看得見的；經濟曝險是你看不見的
——等你發現的時候，客人已經跑了

經濟曝險的正式定義

定義

經濟曝險（Economic Exposure），又稱營運曝險（Operating Exposure），是指非預期的匯率變動對企業未來營運現金流及市場價值的影響。

兩個關鍵面向：

1. 競爭效果（Competitive Effect）：匯率改變你與對手的相對成本和相對價格
2. 轉換效果（Conversion Effect）：外幣營收換回母國貨幣時的匯率影響

經濟曝險 = 轉換效果 + 競爭效果

交易曝險只涵蓋轉換效果

🛡 為什麼遠期合約不夠？

- 遠期合約鎖住的是「已知的現金流」的匯率
- 但鎖不住冰城帝國用更低的成本搶你的客人
- 經濟曝險影響的是「未來還不知道會有多少的現金流」

金融避險保護帳上的數字，營運調整保護競爭力。

衡量經濟曝險

 迴歸分析法

核心公式

$$\Delta V_t = \alpha + \beta \cdot \Delta S_t + \varepsilon_t$$

- ΔV_t ：企業價值（或營收、現金流）的**變動率**
- ΔS_t ：匯率的**變動率**（直接報價，本幣/外幣）
- β ：**經濟曝險係數**——匯率每變動 1%，企業價值變動幾%
- α ：常數項（非匯率因素）
- ε_t ：殘差

β 的意義

- $\beta > 0$ ：外幣升值 \Rightarrow 企業價值上升
(淨出口商 / 海外營收型)
- $\beta < 0$ ：外幣升值 \Rightarrow 企業價值下降
(淨進口商 / 外幣成本型)
- $|\beta|$ 越大 \Rightarrow 經濟曝險越高
- R^2 衡量匯率的解釋力

■ 珍途的 β

日圓貶值 10%

台幣營收下降 18%

$$\beta \approx \frac{-18\%}{-10\%} = 1.8$$

超過 1.0 的 0.8 就是競爭效果——客人跑去冰城了

■ Exchange Rate Exposure Puzzle

實證上大多數跨國企業股價對匯率變動的 β 並不顯著。

原因：不是經濟曝險不存在，而是企業已透過金融避險和營運調整主動抵銷了大部分曝險。

看不到曝險，恰恰證明管理有效。

—Bartram, Brown & Minton (2010)

實質匯率

➡ 經濟曝險的真正戰場

名目匯率 vs 實質匯率

實質匯率公式

$$q = S \times \frac{P^*}{P}$$

- q ：實質匯率（剔除物價變動後）
- S ：名目匯率（TWD/JPY）
- P^* ：外國物價水準（日本 CPI）
- P ：本國物價水準（台灣 CPI）

變動率近似：

$$\Delta q \approx \Delta S + \pi^* - \pi$$

經濟曝險只在 $\Delta q \neq 0$ 時存在

PPP 與經濟曝險的關聯

若 PPP 成立 ($\Delta q = 0$)

- 名目匯率變動完全反映物價差異
- 相對價格不變
- 競爭地位不受影響
- **無經濟曝險**

PPP 偏離 ($\Delta q \neq 0$)

- 實質購買力真正改變
- 相對成本發生移動
- 競爭力受到影響
- **有經濟曝險**

珍途的情況：日圓名目貶值 10%，日本通膨 3%，台灣通膨 1%

$$\Delta q \approx -10\% + 3\% - 1\% = -8\%$$

實質匯率確實貶值了——珍途面臨真正的經濟曝險

情境分析

白板上的戰爭推演

三種匯率情境：成本與利潤對比

| | A : 現狀 | | B : ¥ 貶 10% | | C : ¥ 升 10% | |
|--------------|------------|------------|-------------|------------|-------------|------------|
| | 珍途 | 冰城 | 珍途 | 冰城 | 珍途 | 冰城 |
| JPY 計價成本 | 250 | 130 | 250 | 130 | 250 | 130 |
| 外幣計價成本 | 150 | 150 | 167 | 167 | 136 | 136 |
| 每杯總成本 | 400 | 280 | 417 | 297 | 386 | 266 |
| 售價 | 650 | 350 | 650 | 350 | 650 | 350 |
| 每杯利潤 | 250 | 70 | 233 | 53 | 264 | 84 |
| 毛利率 | 38.5% | 20.0% | 35.8% | 15.1% | 40.6% | 24.0% |

假設售價不變。日圓貶值 10% 時外幣成本增加 11.1% ($1/0.9$)；升值 10% 時減少 9.1% ($1/1.1$)。

情境分析的啟示

↓ 日圓貶值 10%

- 珍途利潤：250 → 233
下降 **-6.8%**
- 冰城利潤：70 → 53
下降 **-24.3%**

冰城利潤比率跌更多（基數低），但背後
有一萬家店支撐——可以虧本搶市場

☠ 真正的危險

- 冰城可以用低價搶客
- 珍途**銷量**同時下降
- 利潤降低 + 銷量減少 = 雙重打擊

**成本壓力 + 市佔流失
= 經濟曝險的殺傷力**

營收三因素拆解

營收拆解公式（近似）

$$\Delta R_{HC} \approx \underbrace{\Delta S}_{\text{匯率效果}} + \underbrace{\Delta Q}_{\text{銷量效果}} + \underbrace{\Delta P}_{\text{定價效果}}$$

交易曝險只看 ΔS 。

經濟曝險涵蓋全部三項——匯率引發銷量和定價的連鎖反應。

■ 近似拆解

- **匯率效果**：日圓貶 10% \Rightarrow 匯回台幣 -10%
- **銷量效果**：客流下降 15%（冰城低價搶客） $\Rightarrow -15\%$
- **定價效果**：考慮降價 ¥50 $\Rightarrow -7.7\%$

近似合計： $\approx -32.7\%$

精確計算： $(0.9)(0.85)(0.923) - 1 \approx -29.4\%$

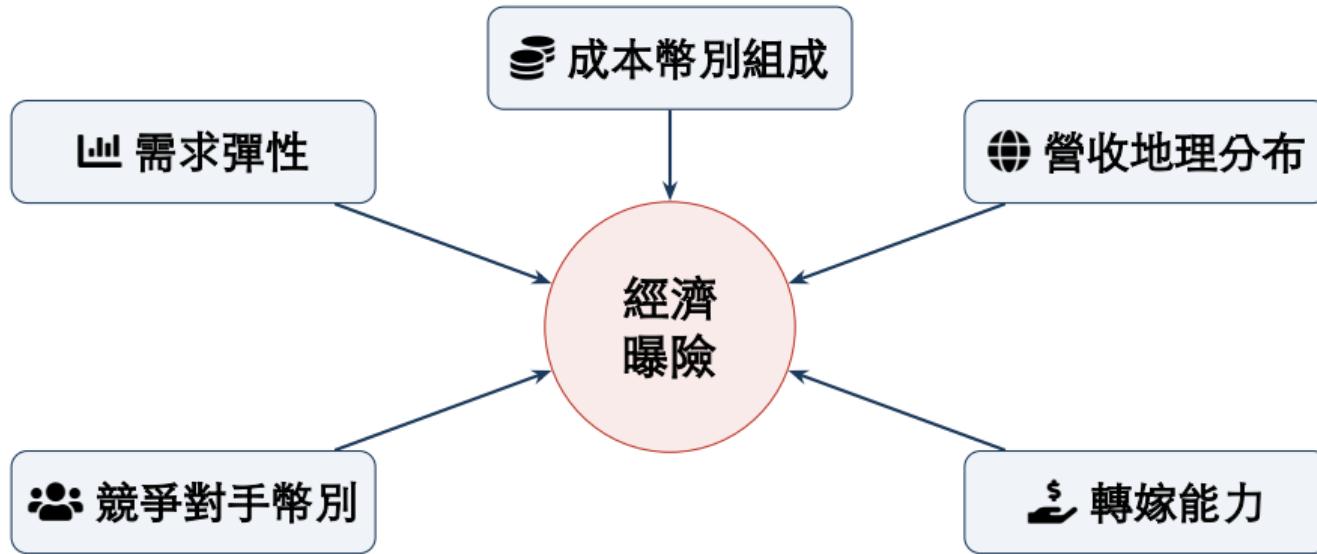
經濟曝險的衝擊遠超單純的匯率損失

就算匯率風險避掉了，客人跑了、被迫降價——遠期合約救不了

經濟曝險的決定因素

 什麼決定曝險的大小？

五大決定因素



五大因素套用到珍途

| 因素 | 珍途現狀 | 曝險 |
|--------|-------------------|----|
| 成本幣別組成 | TWD 佔 37.5% | 中 |
| 營收地理分布 | 只有東京一個海外市場 | 高 |
| 轉嫁能力 | 珍珠奶茶替代選擇多 | 低 |
| 競爭對手幣別 | 冰城 = CNY、珍途 = TWD | 高 |
| 需求彈性 | 非必需品，價格敏感 | 高 |

結論：珍途的經濟曝險偏高

單一市場、高需求彈性、成本幣別與對手不同——風險集中

營運彈性

反擊的武器

營運彈性四大策略

1. 生產地點轉移 (Production Shifting)

多國生產據點，成本高時轉移產能

2. 原料採購彈性 (Flexible Sourcing)

多幣別供應鏈，匯率變動時轉向低成本供應商

3. 市場分散 (Market Diversification)

多國銷售，不同幣別營收互相抵銷

4. 定價策略調整 (Pricing Strategy)

根據匯率變動調整定價，或以品牌溢價支撐

營運彈性 = 實質選擇權 (Real Option)

擁有選擇的能力本身就有價值，即使不一定行使

⚡ 短期（1–3 個月）

1. 原料採購轉向

- 茶葉改用靜岡綠茶基底（JPY 計價）
- 測試日本本地樹薯粉供應商
- 預估 TWD 佔比從 37.5% 降至 20%

2. 菜單差異化

- 「抹茶珍珠拿鐵」——靜岡抹茶、成本全 JPY
- 「季節限定」系列——提高品牌溢價
- 避免正面價格競爭

A 中長期（3-12 個月）

3. 市場分散

- 評估進入第二個海外市場（曼谷或新加坡）
- 不同貨幣的營收可互相對沖
- 東南亞成本結構與日本不同

4. 品牌升級

- 強調「台灣正宗珍珠奶茶」品牌故事
- 用品質和體驗做區隔，而非價格競爭
- 提高轉嫁能力（Pass-through）

Toyota 的全球生產網絡

- 在日本、美國、泰國、英國等多國設廠
- 日圓升值時 ⇒ 增加海外工廠產量、減少日本出口
- 比純出口的車廠（如 Subaru）更能抵禦匯率波動

Allayannis, Ihrig & Weston (2001) :

擁有廣泛國際營運網絡的跨國企業，其股價對匯率的 β 明顯較低。

營運彈性不只是理論——它可以量化地降低經濟風險。

本週任務：競爭情境分析

◎ 任務說明

A4 報告，4–6 頁，包含：

1. 經濟曝險辨識：區分競爭效果與轉換效果
2. 情境模擬：三種情境（¥ 貶 15% 不降價 / ¥ 貶 15% 冰城降至 ¥300 / ¥ 升 10%）
3. 營運彈性方案：短期 + 中長期，含實施成本與預期效果
4. 迴歸分析：寫出模型、解釋 β 的意義

珍途幣：最高 120 ZT + 深度 30 ZT + 創意 20 ZT

累積超過 600 ZT \Rightarrow 「珍途策略長」稱號

本週重點回顧

1. **經濟曝險** = 匯率對企業長期營運現金流與市場價值的影響
2. 包含**轉換效果和競爭效果**，涵蓋但超越交易曝險
3. 迴歸模型 $\Delta V = \alpha + \beta \Delta S + \varepsilon$ 衡量曝險；珍途 $\beta \approx 1.8$
4. **實質匯率**的變動才是經濟曝險的真正來源
5. 五大決定因素：成本幣別、營收分布、轉嫁能力、競爭對手、需求彈性
6. **金融避險工具無法有效應對**，需透過**營運彈性**來管理
7. 營運彈性 = **實質選擇權**——擁有選擇的能力本身就有價值

下週預告

三個月後——東京店終於轉虧為盈！

改用靜岡茶基底，成本降了 12%。

抹茶珍珠拿鐵成了爆款，客流回升到 95%。

「但是……合併財報上出現了
一筆五十萬台幣的匯兌損失。
賺錢的店怎麼會有匯兌損失？」

那是會計的魔術。

第十週：會計的魔術

Q & A

問題與討論

下週預習：Eun & Resnick, Chapter 14（換算曝險）