

1948

附
閱

經濟評論

第 三 卷 第 五 期

時 評
公用事業漲價問題
工業界的危機
是改變貿易政策的時侯了

專 論

現行外匯制度的一個補救法方

——一個改善外匯貿易和安定物價的方法

發行準備與貨幣價值

美國的經濟發展委員會及其研究

計劃

遠東經濟

菲律賓的經濟現狀(下)

上海物價與金融(三十七年四月份)

經濟大事日誌

編 後

吳大業

劉滌源

甘士杰

方秉鑄

朱鶴齡

經濟評論社印行

上海(○)北京路二五五號七樓

民國三十三年五月八日出版

每星期出版六版

本冊售價叁萬元

民國三十三年六月四日創刊

圖書公司

本刊優待直接訂戶訂費表

| 期數 | 刊費 | 郵費(平寄免) |
|-------|----|---------|
| 第一期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第二期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第三期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第四期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第五期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第六期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第七期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第八期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第九期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第十期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第十一期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第十二期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第十三期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第十四期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第十五期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第十六期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第十七期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第十八期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第十九期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第二十期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第二十一期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第二十二期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第二十三期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第二十四期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第二十五期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第二十六期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第二十七期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第二十八期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第二十九期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第三十期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第三十一期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第三十二期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第三十三期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第三十四期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第三十五期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第三十六期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第三十七期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第三十八期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第三十九期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第四十期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第四十一期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第四十二期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第四十三期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第四十四期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第四十五期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第四十六期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第四十七期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第四十八期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第四十九期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |
| 第五十期 | 壹萬 | 掛號壹萬 |

編 輯
方顯廷 吳大業 馮華德

經 濟 評 論

第 三 卷 第 五 期

本刊廣告價目表

| 地位 | 面積 | 每期刊費 |
|-----|------|-----------|
| 底封面 | 六分之一 | 2,000,000 |
| 底封面 | 六分之一 | 1,000,000 |
| 底封面 | 六分之一 | 500,000 |
| 底封面 | 六分之一 | 250,000 |
| 底封面 | 六分之一 | 125,000 |
| 底封面 | 六分之一 | 62,500 |
| 底封面 | 六分之一 | 31,250 |
| 底封面 | 六分之一 | 15,625 |
| 底封面 | 六分之一 | 7,812 |
| 底封面 | 六分之一 | 3,906 |
| 底封面 | 六分之一 | 1,953 |
| 底封面 | 六分之一 | 976 |
| 底封面 | 六分之一 | 488 |
| 底封面 | 六分之一 | 244 |
| 底封面 | 六分之一 | 122 |
| 底封面 | 六分之一 | 61 |
| 底封面 | 六分之一 | 30 |
| 底封面 | 六分之一 | 15 |
| 底封面 | 六分之一 | 7 |
| 底封面 | 六分之一 | 3 |
| 底封面 | 六分之一 | 1 |

時 評

公用事業漲價問題

在物價普遍上漲聲中，這幾年來公用事業價格漲跌的程度，在表現上殊不後人。根據我們非正式的統計，自從本年一月份起，政府允許公用事業自動調整價格，維持訂定各種公用事業漲價計算公式公布後，各種公用事業逐月價格上漲的百分數如下：

- 甲、四交通公用事業：一月份平均上漲百分之六十，二月份百分之三十，三月份百分之八十至一百，四月份百分之六十以上。
- 乙、水電，煤氣，電話：一月份平均上漲百分之四十，二月份百分之三十，三月份百分之二十至四十，四月份百分之七十以上。
- 丙、兩路貨運：一月份上漲百分之一百，四月份百分之八十五以上。

公用事業因為是關係大多數人民生活福利的一種事業，故規定由公家經營或由政府限制其價格，目的在為人民服務而不在牟利。過去政府為穩定公用事業價格，曾實行補貼，每月支出數目相當龐大，曾引起輿論界的反對，因為一則補貼費用是取給於增加發行，結果將造成一般物價上漲；二則公用事業畢竟非全國人人都享用到，而在享用的程度上也殊不一致，今用補貼辦法普遍增加全國性的負擔，也不合理。因此貼補就應該取消。補貼取消以後，公用事業的價格就要上漲，那本是很自然的事。但是我們看到這幾個月公用事業上漲的情形，却又不能不說幾句話。第一、公用事業價格月月上漲，一張就是百分之幾十，未免給一般人心裡刺激太大了。公用事業過去因把價格壓得太低，一旦放鬆，就會形成猛烈跳漲，此種跳漲即令未趕上一般物價的水準，却因心理作用又可刺激一般物價上漲，這就是一般人說公用事業價格領導物價的由來；也就是公用事業當局拿一般物價上漲倍數相比來辯護不能成爲理由之所在。第二、決定公用事業價格的成木因素，不外爲煤、購油外匯、員工薪金及一部分機械設備折舊等項，以四月份而論，煤、購油外匯、員工薪金及一部分機械設備折

算高，生活費指數上漲不過百分之四十，而公用事業價格漲過百分之七十到百分之八十以上，這就未免突出過甚了。

近來北平和上海參議會，都在攻擊公用事業的漲價，請求中央停止自動調整公式，恢復補貼。我們認爲在目前工資已和物價連結起來，公教人員薪金也和生活費指數連結起來，則要防止和減緩累積膨脹，就只有從穩定物價着手；任何一個能夠動穩定物價的因素，政府都應該注意到，以公用事業價格和一般物價的關係來說，記得當火車加價的第一天，上海的米價就上漲三十萬，這是因爲米的運費貴了，米價也就漲了。故如政府能設法穩定公用事業的價格，則在引起物價上漲的許多因素中，就必減少一個，我們雖然不希望當局仍恢復補貼，把公用事業維持在一個不變的價目，但是政府對於公用事業所需外匯，准予預先結匯，管制煤價，並嚴格監督公用事業，使漲價必須作漸進式的調整，這些都是當局應該儘量作到的了。(續)

工業界的危機

基礎本極脆弱的中國工業，在時局不安，交通阻梗，通貨膨脹，管制欠佳種種困難下，其生存發展，實已日趨窮途。最近更形危殆四伏，可由兩個具體的事實來看。第一、是工業移港的趨勢。這不僅表示工業地理位置的變更，而是表示這些可憐的工業已經感到在國內無法生存發展的威脅。就理論上講，把目前中國對於工業不利的變態因素除外，發展工業條件，香港是遠不如國內的，這無論就動力原料的供給，市場的廣闊，以及較複雜工業之關稅保護，都是如此的；然而現在的事實，是我們逼得我們自己的工業南遷了。這是什麼？難道工業家發瘋了嗎？一句話，就是生存問題！工業移港的實況，據大公報四月廿七日的估計，舉就紡織業一項而言，已經或者籌備在港開設的紗廠有南洋、香港、大南、緯綸、南海、寶星、南關、牛島、安樂、九龍等十餘家，紗錠總數共達十九萬餘枚。我們如果以目前每一個新紗錠設備價值美金七十五元計，則二十萬紗錠總值共達一千五百萬美元，再加上地產及房屋設備等費用估計投資總額二分之一計，共約三千萬美元之巨，照目前美匯黑市，合爲國幣二十一萬億元。當國內工業資金貧乏的今天，這是多麼巨大的一筆投資。如再加入其

他工業的逼往和各種各樣的資金逃避，其嚴重更可想見！

其次，工業界所遭遇的第二個危機，是停工減產，這也是關係工業界的生存問題。近來各工業的部份停工和部份減產，是一個很普遍的現象，最直接的因，就是生意清淡所引起的不景氣。這個現象表現在各商店營業額的減縮和市價跌落在盤盤之下，據估計，最近上海各商店門市營業較二月份已減少三分之一至二分之一，商品的物價，原料品及食糧等依然保持相當高的價格，而製成品的價格，因需求不多，不得不降到盤盤之下，這對於工業真是兩面夾攻，動難抵擋。以棉織品的價格言，四一四毛巾廠盤一八〇萬元，市價只有一六〇萬元；新光四二支線衫廠盤一二〇〇萬元，市價九三〇萬元；四一〇飛馬汗衫廠盤三三〇萬元，市價只有二四五萬元，此外如橡膠鞋市價低於廠盤二三成，水泥市價低於廠盤一二成。因此一般工廠都不得不減產停工，以留殘喘。

不明瞭實際情況的人，以為目前物價趨平穩，正是個好現象；殊不知在這個好現象的底下，却存在着一個很大的危機！我們固然須要平穩的物價，但尤須要一個普遍的合理的平穩，不要因平穩物價而犧牲工業。自然，我們並不主張應該用漲價來刺激工業的景氣，實際上，工業之所以形成今日的危機，物價循環地上漲到是一個極大的原因。這正在說明，漲價固屬不好，平穩也出問題；因為現在複雜的情況，正如一個垂危的病人，要用嗎啡去刺激，打也不是辦法，不打也不是辦法，然則如何呢？

我們知道目前工業移轉的趨勢，正在有加無已。其後果可能危害整個國內民族工業，而銷路停滯的引起的停工減產，更加深工業的崩潰。這兩個事實且可互相交織，相互影響，其為害將不僅限於工業，勢必引起失業和國富喪失等嚴重問題。追究目前危機的根本原因，不外內戰日益擴大，了無已期，交通阻滯，運輸不靈，以至市場愈來愈狹，而且兵火蔓延，工業家無安全保障，如最近蘇北戰事之威脅京滬區工業而促其南遷者，也不能不說是一個因素。第二，在通貨膨脹下，一方面使國內購買力日弱，需求自減；而另一方面使工商業都帶着投機性，如它在購買原料

時恰值最高價，而賣出成品時又適逢最低價，這個生產事業必然虧本。此外還要負擔生產過程中的高利息，以及脫售產品延期的風險。凡此種種，均於工業發展極其不利。第三，政府管制也處處不能令人滿意，例如外匯管制的不當，使得工業原料機器的輸入，備極困難；而產品的輸出，也是層層扼制。

這是今天工業危機形成的基本因素，我們認為要阻止工業南遷和挽救其不景氣，必定要從根本上着手，使他們有至低限度的生存發展的機會。停止內戰，為一切根本問題的根源，但牽涉過廣，姑不討論。故最要緊與最迫切的，是要政府拿出切實合理的比較可以穩定通貨的辦法來，則生產事業才有軌道可循，同時還需要一整套運用靈活能收實效的工業政策，不徒是左一個管制，右一個統籌，使工業無法喘氣！怎樣才能通過貨比較穩定，什麼才是合理的可行的工業政策，這就是目前關心工業危機的人們所首應注意的問題。(僕)

是改變貿易政策的時候了

報載近來我國依法結匯的出口貿易已逐漸減少，四月份估計尚不及一千萬美元，這實是一種極為可慮的現象。也表示現行的外匯與貿易政策是到了重新估價的時候了。溯自勝利以來，我國對外貿易政策即始終未能拿穩。

勝利之初，當局用增加輸入的方法以抑平物價，故採外匯開放政策，結果濫用了可貴的外匯資源，而物價仍如脫韁之馬。及後改用現行的辦法，即一面採用限額進口制，一面隨時調整匯率，另一面則努力消滅黑市。這三種辦法在理論上本為一套可以聯合運用的辦法，只要行之徹底，是可望助於國際收支之平衡的。但不幸政府的外匯存底不豐，同時又係於輿論，政策的執行缺乏信心，以致現行的辦法日趨破綻，設不改弦更張，前途必更黯淡。因為現行的貿易與外匯政策，端賴其運用之靈活與否而決定其成敗的。但事實告訴我們，除了將進口限額一再減低而外，外匯黑市既未能消除而官定匯率亦未能作真正機動的調整。尤

其最近一月來，政府因情於市場上對外匯調整過於敏感的原始，遲遲不敢變動匯率，致使官定市價和黑市相差達一倍以上，無怪出口貿易不得不大為減退了。

情形是逐漸壞下去，但絕不能以拖延了之的。如匯率再不致作合理的調整，則出口貿易必更將萎頓。照理說，外匯率的調整對於物價本不應有過份惡劣的影響。但不幸市場上的印象好像是外匯率一漲物價也必然上漲似的，因此莫不等待外匯率之調整以為漲價的藉口。雖然這只是一種可笑的幻覺，但其影響則不能忽視。尤其在物價已相當靜止了一段時期以後，游資的累積已將達火候，這時任何心理的刺激，都足以引起狂瀾巨浪，急使當局不敢隨意變動匯率。

因此，我們說這是貿易政策改弦更張的時候了。既然現行的政策不能運用靈活，則其意義即失之殆盡。如不設法彌補，則將來情形更會惡劣，受害的必不僅出口貿易一端。但是，將來可能的出路在那裏呢？擺在眼前的本有好幾條路可走：其一是政府完全放棄管制，既不限進出口，也不供應外匯，一切讓市場的力量去找其自然的水準。這本應是一條合理的出路，但現在行來，為時已晚，完全放棄管制，大概是不可可能的。另一條路為對於進出口之種類數量仍然管制，但放棄外匯的管制。即政府今後不再供應外匯，而令進出口自覓平衡。但這種辦法的可能性似乎也不太大。因為如此一來，外匯黑市變成公開，政府似乎也無此胆量放手不管。此外，尚有一種可能，為政府表面上仍維持現行的制度，但可能局部開放自備外匯並在出口方面另謀貼補之法。

總之，最近出口貿易之減退決不是可以忽視的事。它是現行貿易與外匯政策必然的結果。在這種政策下，進口早因進口限額的逐次減少而大受影響，如今出口又顯出如此不良的結果。政府既無勇氣和手法使現行的辦法靈活有效，總不應再睜目不見，充耳不聞，而不求合理的解決之道吧！(稿)

本刊售價自本期起調整為每冊參萬元

專論

現行外匯制度的一個補救方法

吳大業

一 現在外匯制度的困難

現在外匯制度的主要困難，就是平準基金會無力按照物價水準充分提高外匯牌價。現在的外匯牌價，除心理的作用以外，其實是與一般物價與黑市外匯無關的。這點筆者已另為文詳細說明（參看金融日報三十七年二月十五日一週紀念特刊版）。但是在物價趨漲中，人民的預期總是看漲，投機者尤其喜歡利用機會，造成波瀾，以遂其牟利的目的。因此股票與金鈔黑市，偶然也有於匯價調整時作一二日的短期升漲，因以動搖人心的，雖然在統計上，除四月六日的一次外，仍然看不出匯價調整對於物價本身的影響。但是由於上述的投機性的波動，每每引起輿論上的責難，以為外匯牌價足以刺激物價，因此基金會的匯價落在一般物價與黑市外匯之後，無力追隨。

其實在現在的情形下，我們既不能無限制出售外匯，則壓低外匯牌價的本身，是加速物價的上漲而不是減緩；提高匯價，則反可有助物價的安定。這是很明顯的道理而不為一般人所瞭解的。現在由於匯率的過低，出口困難，政府常須放出出口貸款，或按市價收購，以助其出口。所以出口所得的外匯，雖以較低的匯價售與政府，但政府所付出的法幣，則不僅限於所付的匯價。至於進口所需的外匯，則確由政府按照這種過低的外匯售出。因此按照外幣計算的進出口價值若是相等，則付出的法幣將超過收進的法幣，自然是助長物價的。假若提高匯價，使與物價的漲率相當，則出口貸款與出口收購都不必需，法幣的支出仍與現在相當，而進出口外匯的法幣收入則增加，反可收縮通貨，減緩物價的上漲。這還是假定進出口價值相等而言。事實上現在出售的外匯超過購進的外匯，所以匯率愈高，則收縮通貨的作用也愈大。

提高匯率的最後作用，可以收縮通貨，減緩物價的上漲；但是他的暫時作用，則可以與投機者以機會，造成看漲心理。我們知道心理的因素是暫時的，而貨幣的因素則是基本的。為了減少暫時的看漲心理因素而犧牲了基本的貨幣因素，反加重物價上漲的潛在力，並不上算。但在現中國的政治環境下，短期

的暴漲，反可引起攻擊，而長期繼續則認為當然，不以為怪。使得平準基金會不得不遷就輿論，偏重短期波動的免除，而不能顧到匯率與物價的均衡。

解決外匯問題，有人主張自由匯兌，有人主張進出口聯鎖制。我們以為這都不是最妥善的辦法。現在的牌價外匯雖與一般物價無關，但黑市外匯則與物價的關係甚為密切，無論自由外匯與聯鎖制都可以刺激黑市使其上漲，並使政府失掉了控制，對於物價是不利的。何況自由外匯將有一部份外匯用於投機而不能用於輸進；聯鎖制中進出口多非同一般商人，反易發生壟斷操縱或引起其他糾紛弊端；而橋匯也不能因為聯鎖制而增加。（均參看前引金融日報一文）

其實現在外匯制度的本身，並沒有什麼毛病。其缺點只是平準基金會無力跟隨物價以提高匯價。我們所需要的是一種自動的調節工具，使我們的改變外匯，不獨不能刺激物價，反可安定物價。這樣，平準基金會就可以沒有顧忌的，充分的按照物價水準來調整外匯了。我們以為一種改善的短期美金庫券，可以達到這個目的。

二 三十六年美金庫券的缺點

美金庫券在三十六年曾經試過的，但是收效不宏。我們以為這是由於那種庫券本身的缺點所致。三十六年的庫券，定額為美金三億元，分兩期發行，於三十六年四月一日及十月一日各發行半數，依照中央銀行美金掛牌，以國幣折合美金發售。年息二分，期限三年。每六個月還本六分之一，並付息一次。還本付息，都按照支付日中央銀行美金牌價折算，付給國幣。

這樣的一種庫券，財政的負擔是很重的。在發行後的十二個月中，外匯平準基金會的美匯掛牌升至二十一倍餘，再加年息二分的利息，就是二十五倍半。也就是說，以法幣購買短期美金庫券，每一萬元的本錢於十二個月後，本利共值二十五萬五千元！在同一個時期內，上海物價按照中國經濟研究所的指數漲至二十七倍，按照中央銀行的指數漲至三十倍。也就是說，假若發行物價指數庫券，則即使不付利息，一年之後也要還本二十七倍至三十倍，更超過了美

金庫券。不過這點不能證明美金庫券是比較便宜。因為在同時期內黑市美金升漲到三十八倍，比物價指數的升漲還要厲害。美金牌價的增加較少，只是人為的，不自然的現象罷了。

美金牌價的上漲雖然不及黑市外匯與一般物價，但是仍遠在一般利率之上。每年二十五倍半的本利和按複利計算就相當於月息三分一厘或日息千分之九。遠在上海這一年的平均利率以上。（在銀根特緊的幾天，市面利率偶或也有超過上數的；不過在外匯加速上漲時，匯價上漲之率亦較市面利率為大，所以應當自十二個月的平均來看。而全年的平均利率，則遠在庫券收益之下。）所以以自政府的財政負擔來看，政府的確以極高的代價，以超過市面利率甚多的代價來發行庫券，向市面借款。

但是在人民方面，則並未把這種高於市面利率的庫券，看作良好的投資對象。原因很簡單。外匯牌價自去年二月至八月，始終釘着於一萬二千元，使得人民看不出庫券的利息。利息又定為年息二分，更使人相信政府無意調整匯率，所以才以較高的利息來彌補物價上漲時持券人的損失。八月改變外匯制度以後，不久牌價又落在一般物價與黑市外匯之下。並且匯價的調整又極無規則，不易使人捉摸。三年到期的時間又是過長，中途出售要遭受折扣的損失；到期以前也不知道政治局勢有什麼改變；更不知道還本時按照什麼價錢，會不會於中途又凍結外匯。因此政府雖然支付很高的代價，買者仍不踴躍。

此外每半年還本六分之一的辦法，也可以增加經濟的不穩定。假若每月售出美金一千萬元的庫券，則半年之內共售出六千萬。但到第六個月就要還本六分之一與百分之十的利息。所以每月收回價值一千萬美元的法幣（第二至第六個月所買的庫券還要補交應付未付的利息，應當略多，此處從略），但是第六個月的月底，一下子就要放出值一千一百萬美元的法幣，對於市面金融的影響是很大的。第十二個月的月底放出更多，影響更大。

總結來說，三十六年美金庫券的缺點是這樣：（一）庫券還本時期太長，人民對於政府沒有信用，不敢購買；（二）半年還本付息一次，易起波動；（三）利率二分以美金計算未免過高，加重財政負擔；（四）庫券在證券市場中沒有上市，不能隨時出售；（五）外匯牌價過低，改變又無規則，使人捉摸不定，無法確知庫券的利息。

三 如何利用新的美金庫券配合外匯政策

三十六年美金庫券有上述種種困難，所以最近的停售三十六年短期美金庫

券，是一種明智之舉。不過不能因此而謂按照美金發行的庫券是不能採用。相反的，我們認為一種運用得宜的美金庫券，是可以幫助物價的安定，維持物價與匯價間的均衡，保護國內生產，推廣輸出，吸收僑匯，因此增加外匯來源，擴大輸入限額，藉以充分供給國內生產器材與原料的。

譬如我們發行一種一個月至三個月到期的短期美金庫券，年息三厘至五厘，隨時繼續發售，不規定發行總額，自售出之日起一個月至三個月到期，利息本付，且在證券交易所上市；同時外匯牌價動調整，使其緊追物價與黑市外匯，則這種庫券的銷路可以很大，並且每於物價上漲時，則銷路特旺，正好於緊要關頭，收納遊資，以抵銷物價的上漲。

前面所說三十六年短期美金庫券的各種毛病，在這種新的庫券中是都不存在的。期限短，並可隨時在證券市場出脫，使買主不必考慮政治因素，或中途需款時無法收回法幣以供急需的問題。利率雖然很低，只要匯價緊隨物價，則購買庫券的利息仍比囤積貨物的平均利益多出二厘至五厘，還沒有囤貨的損耗與保存費用，更不受法律的干涉。普通投資者總是猜測某種貨物將要漲價而購買之，絕不是搶購已經漲足了的物品。當甲物已經上漲而預期乙物將要漲時，投資者即售出甲物，買進乙物，以獲取兩者物價上漲的利息。假若平準基金會造成一種習慣，於物價或黑市匯價上漲後，次日或數日之內必將匯價提升，則投資者於物價上漲時將捨棄貨物而購買庫券。因為這時貨物是已漲價的物品，牌價外匯與庫券是未漲而將漲價的物品。售出貨物買進庫券是最上算而沒有多少風險的。因此庫券的作用可以減弱一般物價的漲風。當物價大漲時，人民預期匯率將作較大的調整，自將以較大的資金買進庫券，甚或拋出貨物以買庫券，法幣回籠，物價上漲之勢亦減。

這個辦法最重要的關鍵就是匯價必須緊隨物價上升，使買主很清楚的看到庫券的利息。用了這個辦法以後，執行的人也可以放膽提高匯價，因為匯價隨物價提高，反能收縮通貨安定物價。

現在政府的一切經濟政策，多半是支節彌補的政策。以外匯與貿易而論，去年初曾因匯價落在物價之後而不得不出口補助，進口徵稅。去年二月的改定匯價，暫時免去了這種困難，但是五月以後又落後過多，才有去年八月的改制。可惜執行時又受輿論的批評而不能充分調整，乃不得不用出口貸款出口收購等方法為補救。由於僑匯與出口的減少，又不得不減低進口限額。由於進口限額的嚴格與匯價的過低，進口商的利益加大，而不得不將一部份的進口商品直接配給廠商與直接用戶。但是進口暴利仍在，出口問題仍不能完全解決，而

僑匯仍無辦法。若加重進口附加稅以減低進口利益，則違背國際貿易會議的精神，若用匯款補助以獎勵僑匯，又格於國際貨幣基金複式匯價的限制。這都在說明若不能充分調整匯價而支節應付，終至辦法愈趨複雜，不獨執行困難，也易發生流弊。在我們現在的行政效率下，人民守法的精神又極薄弱，政府用人已經太多，行政費大以致歲虧無以抵補，就應當採用一種最簡單而能自動調節的制度，使進口，出口與僑匯同時解決，才能够得到最大的效果。

四 美金庫券的成本及其對於物價的作用

前面提到過去十二個月中，黑市外匯的上漲超過物價，是不是表示按照美國出售庫券還不如按照物價指數或市面利率更爲上算呢？這點我們要略爲說明。以去年四月與戰前相較，上海一般物價按照中國經濟研究所的指數上漲一萬五千倍，按照中央銀行的指數上漲一萬一千倍，同時美國物價僅上漲百分之二十八，所以以上海物價計算的中美購買力平價，應爲美幣每元合法幣三萬至四萬元（ $11000 \div 15200 + (1.28 \times 295) = 29100$ ）。即使全國的平均物價低於上海，也應當在二萬元以上。但是當時的外匯官價僅爲一萬二千元，黑市美匯也僅有一萬三千元。所以這時的外匯本來是太低的。因此在過去的一年中，黑市匯價的上漲自然要超過物價了。在對外貿易尚未完全恢復自由時，以黑市外匯作爲決定外匯的標準，是不合理，易於偏低，因而獎勵進口，阻止出口。在我們重新規定匯率的時候，假若按照現在的購買力平價，一次與以充分的調整，以後亦按照物價逐步提升，以後匯率的變動，不致超過物價。由於國外物價的上漲，匯價的上升且將在物價之下，財政上的負擔反較物價指數爲少。已往匯價的調整，都是不敢超過黑市外匯，這種被動性的調整，本來是沒有道理的。好在最近的黑市外匯已超過與購買力平價，一步調整到購買力平價，不致於發生困難。

物價指數債券，主張的人很多。在原則上是與外匯庫券一樣的。不過物價指數一物，一般人不易瞭解，且樣目的選擇與價格的採用都有伸縮，不若匯價的單純明確。我們說過，投機者是經常在選擇一種預期漲價特甚物品購買囤積。但是物價指數債券的價格則完全跟着平均物價。在物價已開始上漲時，必須預期一般物價繼續漲，才值得購買指數債券。不然他寧可購買某一種他認爲漲價後而即將追上的物品。假若匯價的調整，緊緊追隨物價，則因匯價每晨九時半決定，最多只能追隨昨日的物價，所以匯價總是一種落後而即將追上的物品，這時購買庫券，必利大而風險少，是最好的投機與投資的對象。我們以

爲只要匯價隨物價而調整，則物價指數證券與美金庫券都是保存幣值的良好工具，都是「投資」的良好對象；但是美金庫券，則於物價上漲時，雖爲良好的「投機」對象，因此可以減少週期性的膨脹。並且利用這種工具，還可以助匯價的順利調整，而利於輸出入貿易及華僑匯款。我們甚至還可以吸收以外幣存入的款項。

現在即將發行的高利短期庫券，原是作者於三十年開始的一貫主張，不過現在發行的利益，已遠不如三十三年以前。因爲那時的市面利率低於物價上漲率甚多，而現在則所差較少。因此現在發行高利庫券，在物價比較平穩時，市面利率高於物價上漲率，政府的負擔很大；在物價急漲時，則須加大折扣。平均起來，若買想大量吸收款項，成本也是很大的。由於將來物價的不易預測，所以若作投資之用，高利庫券不若物價指數或美金庫券；但是爲短期打擊投機，則高利庫券又較物價指數與美金庫券爲優，因爲折扣的利益，可以提高至一般物價上漲率之上，因以打擊漲價特甚物品的投機。假若這種漲價特甚物品是民生必需品如米麵布疋等，則這種打擊是很有助於經濟的安定的。所以我們所建議的美金庫券與高利庫券是互相輔助，而不衝突的。爲保存幣值以免損失，可以美金庫券爲投資的對象；爲取得短期投機的利益，人民亦可於物價上漲而匯價落後一二十天中購買庫券。爲短期提高市面利率，打擊投機，尤其是少數漲價特甚物品的投機，政府可以利用高利庫券。自然，美金庫券可以自動的幫助匯價的順利調整，是我們最重要的目的。將來如準備充足，改革幣制，訂着匯價，則又只可以物價指數庫券，替代美金庫券。

本文所提的主張，筆者曾在去年八月底的「一二聚餐會」中提出，但未正式發表。新外匯制度試行了八個月之後，似乎證明了我們的主張更有採用的必要。現在黑市外匯水準較高，若將外匯一次提高後，再發美金庫券，也可以減少將來的財政負擔。這點也是現在有利條件之一。美援物資即將運進，我們必須重新考慮匯價的問題以收最大效果。各方建議的方案雖多，但都是使得實行的辦法愈來愈複雜的。我們以爲中國現在任何政策都應以簡單爲尚。本文所論恐怕是最簡單易行，兼顧各方面，並有收縮通貨的良好作用，且不必對於現在的制度與機構有任何的改變的。

本刊稿酬自五月份起每千字按三十萬至六十萬元計算

發行準備與貨幣價值

劉滌源

一 引言

我國當前物價之上漲不已，最基本的原內，在於通貨膨脹已進入甚為嚴重的境界，國內外的經濟學界對此已不再有任何爭論。換句話說，即我國當前物價之日益上漲，主要原因在於貨幣發行數量太多所致（此外自然尚有許多次要的原因）。但自從物價開始暴漲以來，政府當局報告經濟措施，而提及貨幣問題時，每次均堅定的為自己的政策加以辯護。辯護的內容不外下列兩點：（一）貨幣發行數額並不大，並不如外間所傳說者之大；（二）政府手中所掌握的發行準備數額甚大，準備甚為充足，法幣基礎因之甚為穩固。關於前一點，局外人無法判定發行數額之大小；關於後一點，筆者覺得有從貨幣學理方面去研討之必要。

本文擬將發行準備與貨幣價值之關聯性，加以探討，或足為了解當前我國貨幣問題之一助。

二 發行準備之基本作用

貨幣制度本是一個歷史的社會的範疇。紙幣之發行，在貨幣發展之各階段中，其意義各不相同。在最初，貴金屬鑄幣盛行，紙幣不過為此種鑄幣之替代品，故須有較大數額之現金準備，以備兌現之用。及後，因銀行組織及政府管制力量日臻健全，此種意義之準備，對於紙幣購買力所起的決定作用，逐漸消失。到現在，紙幣已不復為貨幣代替品，而為具有無限法價資格之貨幣；同時在國內流通方面，兌現的現象也不再存在。但是，因為傳統習慣的關係，準備制度仍舊普遍的存在着。

此種準備制度之存留，其現階段中對內的意義，絕非在於兌現。筆者以為在現階段中，發行準備對於貨幣價值之維持，有下列兩種作用：第一、藉現金準備來限制紙幣的發行數量，防止紙幣的濫發，以增大貨幣之稀少性，使貨幣價值得以維持於轉高的水準。第二、利用一般人民對於黃金或白銀之傳統的迷信觀念，以現金準備作幌子，來增強人民對於紙幣的信仰；使其流通速度保持於正常狀態；免貨幣價值跌落。兩種作用中，以前者為最重要。因為現金（如

金銀或外幣）之增加甚為不易，假若發行當局能恪遵關於發行準備之原意及法令，則濫發紙幣實為不可能的事。既可藉準備制度之硬性規定來限制發鈔數額，則因紙幣數量太大而招致物價暴漲的病象，即絕對不會發生。

不過，發行準備之原意及法令條文之硬性規定，是一回事，而貨幣發展史中惡性通貨膨脹之屢次出現，如前次大戰之德、奧、俄等國，此次大戰之希臘與我國，是另一回事。所以，上述兩種作用之效力，在事實上，均有其一定的限度。在事實上，紙幣發行數量之限制，其基本的要件實為社會組織，政治機構，與經濟制度——尤其是財政制度之健全。如充分具備了此種基本要件，則紙幣數量自然易於限制。如未充分具備此種要件，則發行當局總可以想出種種方法，來敷衍此種法定準備的條文限制，達到實際上大量增發紙幣之目的。

所以，只要社會組織，政治機構和經濟制度已臻於健全的境界，且對貨幣數量自然會有適當而嚴格的限制。縱然將發行準備降低到最低限度，甚或完全廢棄準備制度，貨幣發行額仍不會漫無限制的增加，貨幣價值仍可維持相當的穩定。比如說，政府的財政制度很健全，收支雙方能相當的平衡，則運用印鈔機去彌補大量赤字預算的危險即自然不會發生。由此一例，可見其他。從紙幣之最初形態起，愈到現在，各國發行準備比率則愈低；同時，現代化的程度愈大的國家，大體上說，其發行準備率愈低。如此次大戰前及大戰中之德國，發行準備已降低到極低的程度，而貨幣價值仍維持於相當穩定的境地，絕無第一次大戰中及大戰後紙幣價值暴落的險象發生，即為顯明的例子。

總之，發行準備對於貨幣價值之維繫，主要在於發行準備中現金部分大量增加之可能性極微，藉此特性以限制發行數量，藉貨幣之稀少性，去維持貨幣價值於較高的水準。貨幣數量對於貨幣價值間之機械的看法，雖近來已不復為一般經濟學者所採用；但濫發鈔票之能引起物價暴漲，縱反對貨幣數量說的經濟學者也無法否認這一個鐵的事實。所以，貨幣價值之高低，與現金準備之為金、銀、或外幣，沒有直接的關係；與此種準備數量之大小，沒有直接的關係；與此種準備之價值本身，也沒有直接的關係。貨幣價值與發行準備之間，只有一種間接的關係，即由發行準備而管制發行數量，再由發行數量去影響物價水準。直接影響物價水準者，為發行數量，（可影響物價之其他

因素不在本文討論範圍之內），而非發行準備。法幣基礎之強弱，不在其準備之多少，而在其發行數量之多少。說得更詳細一點，法幣或物價問題之癥結，不在於現金準備內容之為金為銀或為外幣，不在於現金準備之是否符合法幣發行量的百分之六十的硬性規定，也不在於此種現金之價值（指其對物品之購買力而言）的高低；而在於：（一）發行數量現在已達何種高度，（二）在最近的將來，此種濫增發行政策是否會繼續推行。

二 對於發行準備之錯誤看法

對於發行準備之最主要的也是最普遍的錯誤看法，為認定發行準備與貨幣價值之間有一種直接的關係存在。抱此種看法的人，忽視貨幣數量與貨幣價值之間的關聯性，而認定由發行準備即可直接的支配貨幣價值。更具體一點說，他們認為只要有了充足的發行準備，即足以表示法幣基礎很穩固。他們此種看法的理論根據，似乎可以概括如下：

第一，充發行準備的現金，不論為金，為銀，或為外幣，均有購買力。一般人對於這些現金的價值，已有很深的信仰；而且這是任何人不能否認的事實。今以此現金充準備而發行一定比例的紙幣，準備金儘管藏在準備庫中，紙幣不過為現金準備之代表物而已；紙幣當以現金準備之價值為其價值。

第二，不僅發行準備價值與貨幣價值間有直接聯繫而已，發行當局更可以將發行準備（此處應包括現金準備與保證準備二者）去收回全部的發鈔量。說得更透澈一點，即使紙幣的價值完全喪失了，發行準備仍然存在，仍不失為鈔票持有者之債權的最後保障，發行當局仍可以此發行準備充清償已發紙幣的全部債務之用；債權人（持有紙幣者）仍不致蒙受損失。

由上述兩項理論根據，乃引申為下列兩項論調：（一）只要發行準備能夠增加，貨幣發行數量即可以大量增加，而不致使貨幣價值大量下降。（二）即使發行準備不能在數量上（如金若干英兩等）增加，其或減少，但因發行數量之激增及其他原因，紙幣價值大跌；以跌價後之法幣計算，現金準備之價值大為增加。於是即以跌價紙幣去估算現金準備的價值，而辯護已發行之紙幣數量，備有充分的準備金，基礎甚為鞏固。

這兩種論調均是錯誤的。黃金白銀或外幣之所以能成為現金準備，最基本的理由即在於其隨意大量增加之可能性極小，因而能限制發行數量，維持貨幣價值於相當高的水準。上述第一論調，將金銀外幣之數量假定其可以隨意大量增加，這種假定與事實根本不符，此其一。假若這些現金準備真可以隨意的無

限制的增加，則此種物品所以能充發行準備之最基本的條件，及藉其限制紙幣發行數量的基本意義，即完全喪失；結果儘管準備現金非常充裕，不折不扣的格遵發行準備的法律規定，但貨幣價值仍會因發行數量太多而日益下跌，此其二。所以，漫說現金準備隨意無限增加為根本不可能的事，即便可能，其結果也終於因發行數量大增而使物價上漲不已。

關於上述第二項論調，錯誤尤為明顯。民國二十四年十一月法幣政策實行時，規定金銀與外幣均可充現金準備，並將當時法幣價值訂定於一百元法幣合三十美元之水準。現金準備規定為發行額的百分之六十。假若政府擁有外匯三億美元，則按當時匯價，此現金準備所許可的發行法幣之最高數額，不過十七億元。現在，竟以經過多次貶抑之官定的法幣對外購買力為標準，折算政府手中所保有的外匯額，來證明法幣發行準備之充實，在貨幣學中實無此種論據。假若此種辦法是可行的話，則日後法幣對外價值再貶低二分之一，法幣發行數量即可增加一倍；推其極，如法幣對外價值貶為現有水準的千分之一或萬分之一，則法幣數量即可再增至現有發行量的一千萬倍或一萬萬倍。如此，則發行準備對於發行數量之限制力量業已完全消失，與根本取消準備制度，實在沒有分別。用如此理由來辯護紙幣基礎之穩固，誠屬非愚即妄。

四 結語

貨幣是一種具有一般接受性的抽象單位，其本身沒有價值，也用不着具有任何實質價值。所以，貨幣在形態上之為紙幣抑或鑄幣，在貨幣的本質上是無二致的。貨幣之所以有價值，決非由於現金準備而來。貨幣價值與現金準備之間沒有直接的聯繫。現金準備中金、銀、或外幣之有無價值，及其價值之高低，與貨幣價值之大小沒有直接的關係。現金準備數額之大小，與貨幣價值之大小也沒有直接的關係。現金準備只有通過發行數量，而後可以間接的影響貨幣價值。故直接影響貨幣價值者，非現金準備，而為發行數量。

貨幣制度之穩固，不在於發行準備之大量增加；尤其不在於以低後之法幣對外購買力來折算現金準備之價值，來表示現有發行數量之有充分準備；而在於發行數量之有嚴格而適當的調節與限制。在通貨膨脹已達嚴重境界之現階段，用增加發行準備的辦法，去增加發行數量，對於物價之不斷上漲，實有火上添油之惡劣效果。

歡迎投稿

美國的經濟發展委員會及其研究計劃

甘士杰

在這次大戰期中，由於美國具有優越的地理條件，再加上設備齊全與機構龐大的生產事業，致使世界上每一角落的國家——不論是會參加作戰或未參加作戰，都莫不以它作為物資供應的倉庫。在這種情形之下，更擴充了美國的生產機構，使它造成了歷史上空前的繁榮。即使在戰爭結束之後，各個交戰的國家，經過此次戰火的大破壞，一切都得從新建設：就是未曾遭受戰爭破壞的許多國家，大半都是經濟落後的，今後都得大規模地開發。因此，這種廣泛的經濟復興與開發建設的工作，非有物力財力乃至人力極為充沛的國家——如美國——來承擔不可；假使單靠各國自身的力量，是決不會達成這個任務的。美國看清了這一點，所以朝野各方面的人士，都希冀而且也確認他們的國家，在戰後將有一幅更繁榮的美景。但究因如何努力才能演出這幅美景，却是極其值得研究的問題。

另外有一部分人士，却持與上述相反的看法。他們認為戰後的美國，必定要遇到和以前一樣的經濟恐慌。我們從美國的歷史上看來，當它每經一次大戰爭之後，一定跟着出現一次經濟恐慌。這的不說，我們僅就十九世紀下半期以來的事實舉述，如南北戰爭 (Civil War) 後一八六六年至一八六七年的經濟恐慌，第一次世界大戰後一九二〇年至一九二一年間的經濟恐慌，便是兩個極為明顯的例子。原因是戰時生產過剩，戰後找不着銷路，原有擴大的生產規模，勢必設法縮小，於是恐慌乃隨之而來。現在這次大戰中，美國參戰的時期較以往各次都長，無論從生產力或工業利潤和就業人數等任何方面觀察，數字上所顯示的都比以往任何一年為大。戰後各國生產逐漸復員，自必減少對美國物資，尤其是適應戰時需要的物資——的需要。因此，他們認為戰後美國的經濟恐慌雖不一定會如上次 (一九二九年) 經濟恐慌那麼嚴重，但恐慌的到來却是一定的 (即使在這勝利獲得已達三年頭的時候，美國若干人士如哈佛大學斯利特教授 (Prof. S. H. Slichter) 花旗銀行的副總裁鄧爾爾 (A. H. Temple) 以及辯證論者畢特曼 (A. Birtelmann) 和笛格比 (R. Diddy) 等，仍然認定美國會有經濟恐慌)。所以究應如何努力才能避免那可怕的經濟恐慌，更是極為值得研究的問題。

從上舉兩方面人士的看法，不管他們是如何的相反，但他們對戰後經濟問

題討論的熱烈，却是一樣的，就是對於解決此等經濟問題的基本希求，也是一致的；所不同的，只是希求的程度不等而已。我們且看他們在這方面努力的情形，便可見一般：先就研究戰後經濟問題的組織來講，主要的有由柯麥爾 (W. M. Colmer) 領導而以開卜南教授 (Prof. A. D. H. Kaplan) 為顧問的「戰後經濟政策與經濟計劃委員會」(Post-War Economic Policy and Planning Committee)，由斯塔德倍克汽車公司 (Studebaker Corporation) 的霍夫曼 (P. G. Hoffman) 所主持的「經濟發展委員會」(Committee for Economic Development)，此外還有「國際經濟政策委員會」(Committee of International Economic Policy) 和「國民計劃協會」(The National Planning Association) 等。至關於戰後經濟問題的著作，除了上述各團體所出的報告與叢刊而外，主要的有斯利特所著「現在儲蓄與戰後市場」(Present Savings and Post-War Markets, 1943)、萊芬斯頓 (M. Loringston) 所著「戰後的市場」(Markets after War, 1943)、克拉克教授 (Prof. J. M. Clark) 所著「戰時經濟管制的復員」(Demobilization of Wartime Economic Controls, 1945)、哈里斯 (S. E. Harris) 所編「戰後經濟問題」(Post-War Economic Problems, 1943) 與「經濟改造」(Economic Reconstruction, 1945)、何曼與馬赤勞甫 (A. T. Homan & F. Machlup) 所編「美國繁榮資金的籌措」(Financing American Prosperity, 1945) 及波丁教授 (Prof. K. E. Boulding) 所著「和平經濟學」(The Economics of Peace, 1940) 等。如上所舉，不過指出他們對於解決戰後經濟問題的努力情形；在本文中，筆者不擬一一加以詳細的敘述，但就霍夫曼氏所主持的「經濟發展委員會」之組織情形與研究計劃，向讀者作一簡單的介紹。但由於手邊資料的不多，而關於這方面的資料又不甚容易獲得，自然所述不詳，還請讀者原諒。

「經濟發展委員會」係成立於一九四二年八月。就這個團體的性質來講，它是由許多工商事業界的領袖所組織的私人機構。主持人是斯塔德倍克汽車公司的董事長霍夫曼 (P. G. Hoffman) 氏 (他最近被社會門總統任命為實施撥款法案的主持人)。他如聯邦準備銀行 St. Louis, Missouri 的董事長戴維斯 (C. C. Davis)、Jones & Lamson Machine Company 的董事長佛南德

爾斯 (R. E. Flinders)、General Foods Corp 的法南西斯 (C. Francis)、Boeing Aircraft Co 的董事長約翰遜 (P. G. Johnson)、General Motors Corp. 的副董事長凱特林 (G. F. Kettering) 等，都是美國工商界知名之士，他們相信戰爭結束後，由各交戰國家的急須從事復員建設，由於各經濟落後國家等待開發，而他們自身又沒有相當的力量來肩負這種重任，所以非有像美國這樣財力物力甚至人力都極端充足的國家來承擔，是無法促使戰後世界經濟的復員與發展的。因此，他們進而相信戰後美國的經濟定會繁榮的；不但可以防止失業現象的發生，而且還可以維持一種高度的就業水準。不過究應如何才能達到他們理想中的繁榮，如何始可維持一種高度的就業水準，倒是值得及早詳為研究的問題。「經濟發展委員會」的成立，便是爲了研究這些戰後的經濟問題。

同時，在另一方面，美國經濟學家如漢森教授 (Prof. A. H. Hansen) 及布勞德爾 (E. Browder) 等，也都認爲戰後的美國經濟定可繁榮，既然如此，則經濟恐慌和失業的現象，也自然定可避免。照他們看來，在戰後的繁榮時期中，全美的就業人數，必須較平時就業量最多的一九四〇年還要超過七百至一千萬的數目，一九四〇年的就業人數是四千七百餘萬，那麼戰後繁榮期中的就業量必須增至五千四百至五千七百萬的數目——事實上，在一九四四年中，即將從軍的人數不計，每月平均就業人數已達五千八百萬 (即 Civilian employees 部分)。如果要達到這樣一個就業的目標，他們認爲最穩妥的途徑，還是在乎將商品與勞務的生產與銷售，擴大較一九四〇年高出百分之三十五至四十五的水準。無疑的，他們這等看法，工商事業的領袖們是樂於接受的。

爲了達到上述的目的，「經濟發展委員會」便先後在全國各州的工商城鎮中成立分會。照一九四四年五月間的統計，全國便有一千八百以上的分會相繼成立；而加入爲會員的工商人士，爲數已達四萬。他們經常分途勸導或協助全國爲數已達兩百萬以上的私人雇主，藉使其及早開始籌劃戰後生產的數量。在這些分會之中，他們並沒有「通盤的計劃」。由於各個分會所能瞭解當地的特殊情形較爲深刻，所以分會自行動獨立而自由，並不受總會的管制。雖然如此，但從基本的觀點上看來，他們所持解決的問題和用以解決此等問題的程序與原則，却是完全相同的。因此，關於解決這些共同問題的程序和原則，即由「經濟發展委員會」總處指示。他們所採用的辦法，是由國內各項經濟問題（如工商管理、生產設計、廣告與銷售等）的專家，分別刊發手冊，或是放映影片，或是講授課程，或是臨場指導實習。

如果僅是照上述的辦法進行，還是不能達成他們的目的和任務。因爲究竟解決的問題的程序如何，所遵循的原則如何，還得分別從事詳盡的分析和研究。所以「經濟發展委員會」一方面與若干貿易協會聯繫，並且包括五百種成品以上的重要產業廠商合作，藉以獲得各種有關的實際資料；在另一方面，更和經濟學家進行合作，成立一個專門從事研究工作的部門，藉以研究各種能夠適應甚或造成戰後經濟繁榮的政策，俾供朝野關心人士的參考和採納。

關於研究部門的組織，可分爲三部分。第一部分是「研究委員會」(Research Committee)，這個委員會組織的份子，都是在工商界卓著成績的人士——除了霍夫曼而外，他如主持此委員會的佛南德爾斯 (S. E. Flinders) 便是 Jones & Lamson Machine Company 的董事長，戴維斯 (C. C. Davis) 是米蘇里州聯邦準備銀行的董事長，拜特 (W. L. Bait) 是 SKF Industries (Salem Indiana) 的董事長，彭通 (W. Benton) 是芝加哥大學的副校長，General American Transportation Corp 愛爾斯太恩 (M. Epstein)、Thompson Products, Inc. 的董事長古勞弗 (F. G. Crawford)……等都是。研究部門的第二部分是「研究顧問局」(Research Advisory Board)；這顧問局裏面的人士，都是全國所公認的著名的社會科學家——例如斯利世特 (S. H. Slichter) 是哈佛大學的教授 (氏爲本局的主席)，卡日金斯 (R. D. B. Calkings) 是哥倫比亞大學的工商學院的院長，賈可皮 (N. Jacoby) 是芝加哥大學的財政學教授，麥以斯 (W. I. Myers) 是康乃爾大學的農學院院長，壽爾茲 (T. W. Schultz) 是芝加哥大學經濟學的教授，他如拉斯威爾 (H. Lasswell) 開夫爾斯 (D. F. Cavers)，楊雷富 (Ralph Young) 等人，也都是學術家有名之士。研究部門的第三部分，也就是擔任實際工作的一部分，稱爲「研究部」(Research Staff)；由各個專門人才從事實際上的研究。負責指導「研究部」的人，便是芝加哥大學的經濟學教授德馬 (T. O. Yntema) 關於整個研究計劃的推動和監督，乃是一「研究委員會」的責任；「研究顧問局」的任務，只是協助「研究委員會」擬訂并監督研究的計劃，并且決定研究部人員所提研究報告的出版與否。至於各個研究人員，僅負對其所作研究的責任。依照他們的規章，研究部的主持人 (Yntema)，對研究部的全體人員，有全部選擇任聘之權。

談到他們的研究工作，無疑地，它的範圍甚爲廣大，因此所牽涉的經濟問題也極多。他們不僅對戰後的各個經濟問題都加以研究；就是由戰爭而引起若干特殊經濟問題——就是由戰時經濟轉換爲平時經濟過程中的許多問題，他們

亦予以同樣的注意從事研究。因此，一經濟發展委員會的研究工作，從轉換時期 (transition period) 及戰後和平時期 (peace period after the war) 兩方面進行，各個研究人員就其研究所得，提出報告。這些報告的作者，在他所研究的問題方面，都是早已卓著聲譽的人士。他們對於其所研究的各個複雜問題，不僅都具有應付自如的精密的思考力，而且還都自有其獨到的見解。

自然，對於任何一個經濟問題——不論是財政方面的問題，或是貨幣方面的問題，不論是組織方面的問題，或是政策方面的問題——的研究，決不能將其與別方面的問題截然分割開來；因為在各個問題之間，彼此都具有極為密切的關係。所以担任各個特殊問題的研究人員，彼此間都有密切而真誠的合作。而且，無論是任何一個問題，理論如果脫離了現實，則理論流於空洞，若是現實而沒有理論，則現實必至盲從；所以學者和專業家之間，也有密切的合作，藉收理論與現實一致的效果。在這種情形之下，每一報告 (Reports or Policy Statements) 的主要內容，都必須經過「研究委員會」「研究顧問局」和「研究部」三方面的人員共同詳細討論，及至獲得一致的意思後，然後由担任研究的人員正式撰寫報告。當然，對於任何一個問題，各人的看法決不會完全相同，事實上，他們對於每一個進行研究的問題，也毋須獲得完全同意的單一意見；只要大家對於某一問題的基本觀點和解決此問題的主要原則同意後，便可由各個負責人重行研究和撰寫，至於其他細微末節方面的批評和建議，每一報告的作者，自有其接受與否的自由，在此我人須特別指出的一點，便是任何一個問題的研究，無論是在原則或其他細微末節方面，均應從一般福利 (general welfare) 的觀點出發，而不應以任何一個經濟的或政治的集團之立場為依歸，庶幾乎能提高一個真正民主社會裏的生產與就業。這倒是值得我們注意的。

最後，我們談到「經濟發展委員會」的研究計劃。前面已經說過，他們的研究工作是分兩方面進行。第一是由戰時經濟轉到平時經濟之轉換期中諸問題的研究，第二是戰後和本期中長期的諸基本問題的研究。前者研究的目的，在於解決戰後如何及早「獲得」高度水準的就業和生產諸問題；後者研究的目的，在於解決轉換期過後如何長期一維持一高度水準的生產和就業諸問題。因此，在這樣一個研究計劃之下，他們的出版物便成了兩套有系統的叢書。現在分別摘要列舉於後，藉作本文的結束。

第一，有關轉換期中諸經濟專題的研究。

(2) Production, Jobs and Taxes, 這是一本從租稅對於生產的影響的觀點着眼，批評並提議改革美國現行稅制的著作。作者 H. M. Groves

是威斯康辛州立大學的經濟學教授。

(2) Lessons from World War I and Its Aftermath, 這是以檢討上次大戰的事實而警惕來茲的一個專題。作者是段德馬及其屬員 M. J. Marshall——研究部的研究員。

(3) Liquidating War Production, 這個題目所討論的，包括戰時契約的結束，政府所營工廠及剩餘工廠 (即因戰爭結束而停工的工廠) 的處理諸問題。作者是前頓弗爾大學 (University of Denver) 的經濟學教授開卜南 (即「戰後經濟政策與經濟計劃委員會」的顧問) 氏。

(4) Removing Wartime Economic Controls, 它所研究的，是關於戰時的生產、運輸、人力、工資與物價、利潤、信用、消費以及其他各項統制如何廢除的問題。作者是哥比倫亞大學的經濟學教授克拉克 (J. M. Clark)

(5) Financing the Reconversion and Expansion of Business, 它所討論的，特別着重轉換期中資金籌措的討論。作者 C. C. Abbott 是哈佛大學的副教授。

(6) Manpower Demobilization and Reemployment, 此題的主要內容是關於人力復員及再就業一問題的本質，以及解決此一問題的適當政策。作者 R. R. Nathan 是前「戰時生產局」中一計劃委員會 (Planning Committee) 的主持委員。

(7) Providing for Transition Unemployment, 本題所討論的是它範圍的大小及其時間的長久，并論及其特質。作者是 Duke University 的經濟學副教授。

(8) Money and Banking Policy During Transition, 此題特別注重論述其與聯邦財政政策及企業在轉換與擴張中對資金需要的關係。作者是芝加哥聯邦準備銀行的助理總裁。

(9) Agriculture after the War, 本題特別着重如何維持足以保有高度生產的價格水準。作者 T. W. Schultz 是芝加哥大學的農業經濟學教授。

(10) International Economic Relations in the Postwar World, 本題所論列的，是究應採取何種國外貿易政策與機構，始能獲得對外貿易收入的增加，而不致危及世界和平，也不致阻礙全國資源的充分就

業。作者 C. B. Hoover，是 Duke University 文理研究院的院長。第二、有關長期中的基本經濟問題的專題研究。

(1) Providing Adequate Incentives for Enterprise，此題由密赤根大學 (University of Michigan) 大學工商管理學院的院長 C. E. Griffin 担任。

(2) Developing a Constructive Tax Policy，本題是第一類中第一論題的繼續研究，作者也是同一人。此書出版時，已改名為 Postwar

Taxation and Economic Progress。

(3) Minimizing Business Fluctuation and Unemployment，這是一個集體研究的專題。

(4) The Special Problems of Small Business，本題專門討論如何協助小規模事業的許多方法。

上面所列各項專題，是計劃時所定下的，事實上，出版時的名稱多有更改，甚或一個專題有數本著作。筆者以手中資料不齊，故未能一一舉出。

遠東經濟

菲律賓的經濟現狀 (下)

方秉鑄

一一 工業

一國工業的發展，必須有礦業資源作基礎，礦產中的煤和油類，是重要的動力資源，鋼鐵是基本工業所不可缺少的。菲律賓在這方面的蘊藏量不豐盛，因而成了限制她的工業發展的一個主要因素。我們前面說菲律賓資源的埋藏不甚優越，也可就礦業資源來證明。關於礦業的開發情形，我們後面再來敘述，現在還是先看看她的工業狀況。

菲律賓既是一個農產國家，主要的特產屬於農作物方面，因而工業的發展，也偏重於對農產品的加工製造上，故食物工業特別發達。非島目前的主要的製造工業，有製糖業、椰油業、碾米業、製煙業、紡織業與家庭工業等。根據一九三八年統計，菲律賓這幾種製造業的投資額，佔全國所有工業總投資額的百分之七十四；而這幾種製造業的生產價值，佔全國總工業生產價值的百分之七十九，其詳情有如下表：

| 工業種類 | 投資數 (元) | 生產價值 (元) |
|------|-------------|-------------|
| 食物工業 | 二二七、二四三、八九九 | 二四〇、七四〇、五六〇 |
| 椰油業 | 二二、三四四、八七八 | 三六、四一四、七三〇 |
| 碾米業 | 二五、四二一、七四三 | 五四、二三四、〇五八 |
| 製糖業 | 一七〇、二三七、〇四一 | 一一三、二〇七、七五〇 |
| 紡織工業 | 一九、〇六〇、一二三 | 二七、八二四、〇八五 |
| 家庭工業 | 七、三一六、三七二 | 一二、〇九六、五八七 |
| 合計 | 二六三、六二〇、三九四 | 二八〇、六六〇、八三二 |

而一九三八年全國投資總額為三五六、三七四、六〇五元，全國工業總生產價值為三五七、三〇五、四三三元，由此可知上列幾種製造業在全國工業中所佔的地位了。

關於工業和農業的比重，我們可由工業就業人口的多少來衡量，根據統計在菲律賓七百萬就業勞務中，只有幾萬人是從事於工業生產的，故非島工業之比較不發達，於此可見。

但是非島這點幼稚的工業，在此次戰爭中，却又遭受了很大的創傷。機器設備被毀壞，產業廢場幾乎全被燒燬，目前工人房荒的嚴重，成為阻礙產量復員的一重要因素。其他影響工業重建的進行者，為技術工人的缺乏，資本的不足，原料與半製品輸入的遲延，水上運輸的阻滯，與主要貨物價格過高及勞工狀況不安定等各方面。在此種情況下，使目前各種製造業的生產力，遠趕不上戰前的水準；以製糖業來說，戰前糖業在全國工業總生產價值中占三分之一，總投資額中占三分之一，故為非島最重要的一種工業。戰爭甫結束後的第一年（即一九四五年），糖的產量僅及戰前的百分之十，去年產量仍未恢復的百分之十。為恢復戰前的產量，需要重建四十以上的廢場，機器和設備的添置價值，估計約為九千六百萬元，目前菲律賓本國還不能製造任何一種機器，必須完全由國外輸入。其次，非島比較重要的製造業，為椰油業。戰前一九三八年椰油的產量達二億二千萬公斤以上，一九四六年僅恢復到二億公斤，為提高椰油的產量，需要重建四個廢場，估計機械設備的添置價值約為一千二百萬元。亦完全要賴國外輸入。再次，說到製煙業，一九四六年煙廠產煙業，僅及戰前一九三八年的三分之一，為恢復戰前產量水準，估計需增加機器設備約一千萬元。

此外，佔有其他各種製造業，雖則亦有一種製造業的產量，是前年復戰前水準，估計約需增加資本設備五千六百萬元左右，這是菲律賓戰後工業重建所經由外國輸入資本設備的一個總數。

在上面各項製造業中，我們未提出紡織業，這是因為紡織業的情形比較特殊的原故。菲律賓在戰後百業蕭條中，惟有紡織業比較發達，戰前一九三八年菲島開丁紡錠數目為一萬餘枚，而一九四七年增為一萬六千枚。一九四七年上半年棉紗產量達一百四十餘萬磅，已和一九三八年全年產量一百五十萬磅相差無幾。就棉布產量來說，一九四七年上半年的產量為一百十五萬餘磅，已超過一九三八年全年產量的一百零五萬磅之數。但是因為戰後菲律賓人民對於紡織品的需要是極大，上項產量，遠不敷國內的需要，故仍有大量的紡織品進口，關於麻製品絲製品及棉布的進口，從一九四六年七月到一九四七年六月，約合戰前一九三九年進口數量的一半，而棉紗及纖維的進口，則在這一時期內比較前一九三九年增加一倍，輸入的來源，主要為美、印、中、日等國；菲律賓本身紡織業的發展，又受國內棉產不足的限制，戰前一九三九年棉產僅五十五萬餘噸，完全用於國內消費；另外的輸入，由一九三三年的七萬餘噸，增為一九三八年的二十七萬餘噸，而戰後一九四六到四七年的輸入量為五十二萬餘噸，完全由美國輸入。

前面說過，礦業與工業有密切的關係，菲律賓的工業不發達，多少受了礦業資源的限制，現在我們略述菲島的礦產情形。

菲島的礦產種類很複雜的，我們可分開金屬類與非金屬類兩大類。在金屬類方面，金、銀、鉛、鐵、錳、鎳、銅均產，採金是菲島歷史悠久的礦業，現在仍居重要的地位，鎳和錳的發展歷史很淺，戰前數年內產量有急劇的增加；菲島的鐵礦，分佈很廣，但鐵源不富，開採量數目不多。戰前菲島的金屬礦產，多用於輸出。在非金屬類方面，主要有煤、鹽、水泥、建築石料，石灰等，菲島煤礦儲量不多，據估計總量不過六千一百五十萬噸，而且煤的品質差，火力弱，實為她經濟基礎之一大缺點。菲島鑛業在戰時也遭受了極大的破壞，據鑛務局的估計，鑛業方面的總損失為一億二千萬元以上，其中鑛業機械設備的損失佔百分之九十，因此戰後各種鑛產的開採量劇烈下降，為恢復戰前最高產量水準，需要四千萬元則千萬元的鑛機械設備等進口，同時每年要輸入二十萬噸以上的石油，作為動力之用。

三 外匯問題

在「區內發展」中，菲律賓的工業，需要輸入大量的機械，農業的發展，需要輸入大量的肥料，而為維持現有的生活水準，又需要輸入大量的消費物；這一切莫不依賴外匯，菲律賓究竟怎樣解決她的外匯問題呢？我們在這裏就要分析一下她的國際收支情形。

試以一九四七年為例。是年菲島商品進口中，食物類這括米麵魚肉蛋蔬菜、咖啡、酒類等，估計價值二千七百餘萬元；其他消費物包括動植物油、糖、茶、米機等，估計價值三十餘萬元；固體液體燃料包括煤、油、汽油、柴油、火油等，估計價值一千七百餘萬元；工業原料棉花估計價值二百八十餘萬元；資本設備包括曳引機、開鑛機、鋸木機、縫紉機等，估計價值三百六十餘萬元；其他商品估計價值二億五千萬元，合計約四億八千萬元，另加上投資股息、債款利息、國外匯款、運輸保險費用等項支出估計價值一億七千萬元，總數約為六億五千萬元，是為菲律賓一九四七年對外匯需要方面所有各項之總和，此項數目係用菲律賓銀幣表示，如折合美元，只須以二除之即可，因目前菲律賓貨幣與美元匯價之比為二比一。

在外匯的供給方面，一九四七年菲律賓商品輸出所得外匯收入，估計為二億五千萬元。除開此項輸出外匯收入，菲律賓從美國陸軍海軍在境內支出，和戰爭損失賠償，以及其他各項外匯收入，估計總數可達七億零二千萬元，據統計一九四七年四月二十三日菲律賓在美國黃金外匯存款，總數有三億五千萬元，因此菲律賓目前的外匯資源，仍極充裕，此為遠東任何國家所不及的，一般認為由於美國政府在菲島經常有相當大的支出，即令菲律賓有鉅額的外國貨物輸入，上項黃金外匯存款數字不會減低，而且如果菲島的輸出貿易能擴張恢復，上項數字還可能趨於增加。

此外，菲律賓戰後復由美國獲得了一筆七千五百萬元的貸款，作為彌補歲虧之用，其中只有六千萬美元入了賬；美盟戰時資產管理局還有一千萬美元貸給菲律賓，而非菲律賓又復美國進出口銀行申請得六千萬美元的貸款，一九四七年只動用了一極小部分，故菲島因與美國的關係特殊，當世界各國均缺乏美元，而菲島獨能保持目前優越的地位，因此菲島雖現因國內主要物品價格過高，實行了物價統制，但並未採取外匯管制，目前對美元的匯率，仍維持二對一的比率。

(完)

上海物價與金融 (三十七年四月份)

朱鶴齡

一 今年物價趨勢

本年春節以來，物價漲勢的猛烈在程度上已超越去年基本趨勢——每週上漲率百分之五·三六。改變這種趨勢的基本理由可從本月十三日財政部在國大作財政金融施政報告所列舉的歲數數字得到明證。去年底通貨流通額約三十三萬億元，本年一至三月國庫收支不敷數字達三十萬餘億，據報告截至三月底法幣流通額達七十萬億，如連同東北流通券及古幣合計，總數為八十四萬六千億元。

參照我們過去估計通貨逐月膨脹率的經驗，分析政府各月財政上需要及物價情形酌估本年各月份數字如後表所列。至本月底止通貨流通額已較去年底增加一·六二倍，每

去年通貨膨脹趨勢比較

| 三十七年 | | 三十七年 | |
|-------|------|------|------|
| 指數 | 膨脹率% | 指數 | 膨脹率% |
| 上年十二月 | 100 | 100 | — |
| 本年一月 | 122 | 122 | 22.4 |
| 二月 | 135 | 194 | 34.1 |
| 三月 | 165 | 209 | 27.2 |
| 四月 | 187 | 262 | 25.7 |

一般物價趨勢比較

| 三十六年 | | 三十七年 | |
|-------|-------|-------|------|
| 指數 | 上漲率% | 指數 | 上漲率% |
| 上年十二月 | 100.0 | 100.0 | — |
| 本年一月 | 130.2 | 136.4 | 36.4 |
| 二月 | 221.9 | 178.2 | 30.7 |
| 三月 | 230.7 | 308.5 | 73.1 |
| 四月 | 278.5 | 369.3 | 19.9 |

月膨脹率至少百分之三二·四，二月份竟達百分之三四·一，創空前紀錄。與去年同時期對照，並修正農曆新正相當於陰曆月份在時期上前後的差異，可以看出今年與去年同時期內各月份膨脹率的相對變動有其相似之處，然就膨脹率的程度而論，今年自較去年變本加厲。由於這個基本原因，前表所示本年各月份物價上漲率高於去年同期上漲率並非偶然。本月份平均指數已達二·〇七五倍，均若去年十二月平均二·七倍，去年

年同時期的增漲倍數高出百分之三十三。

在漲風時期探測本年物價趨勢，其正確程度是不無疑義的。但本年各月通貨膨脹率的強大已揭示了一個可靠的參考。同時若承延去年趨勢來量度本年各月的物價變動，可知其變動幅度業已超過統計方法上可以容許的限度甚多，譬如說，假定伸延去年的趨勢每週上漲率百分之五·三六，則本年春季大漲風的高潮即超過正常物價水準的百分之六四·八，距正常線約達五個「均方差」，據此即可否定上述假定的錯誤。再如觀察金融市場的作用在物價變動的轉捩點上的反應，證明預測漲風高潮時期的誤謬，這是一個現實的論據。基於上述理由，對本年物價趨勢的測定，只須從緊推估，便不致大錯。推算的結果如次：

- (一) 每月物價增漲率為1.05%，較去年增加24.2%。
- (二) 每周物價增漲率為6.5%，較去年增加21.3%。
- (三) 物價變動振幅為15.5%，較去年增加17.4%。

左列幾個數字顯示了目前物價問題的本質——趨勢陡峻與變動擴大的程度。然而這程度還是最保守的，因為推算的時候我們已假定了這次春節漲風在未來的歲月里將是最兇猛的一次。

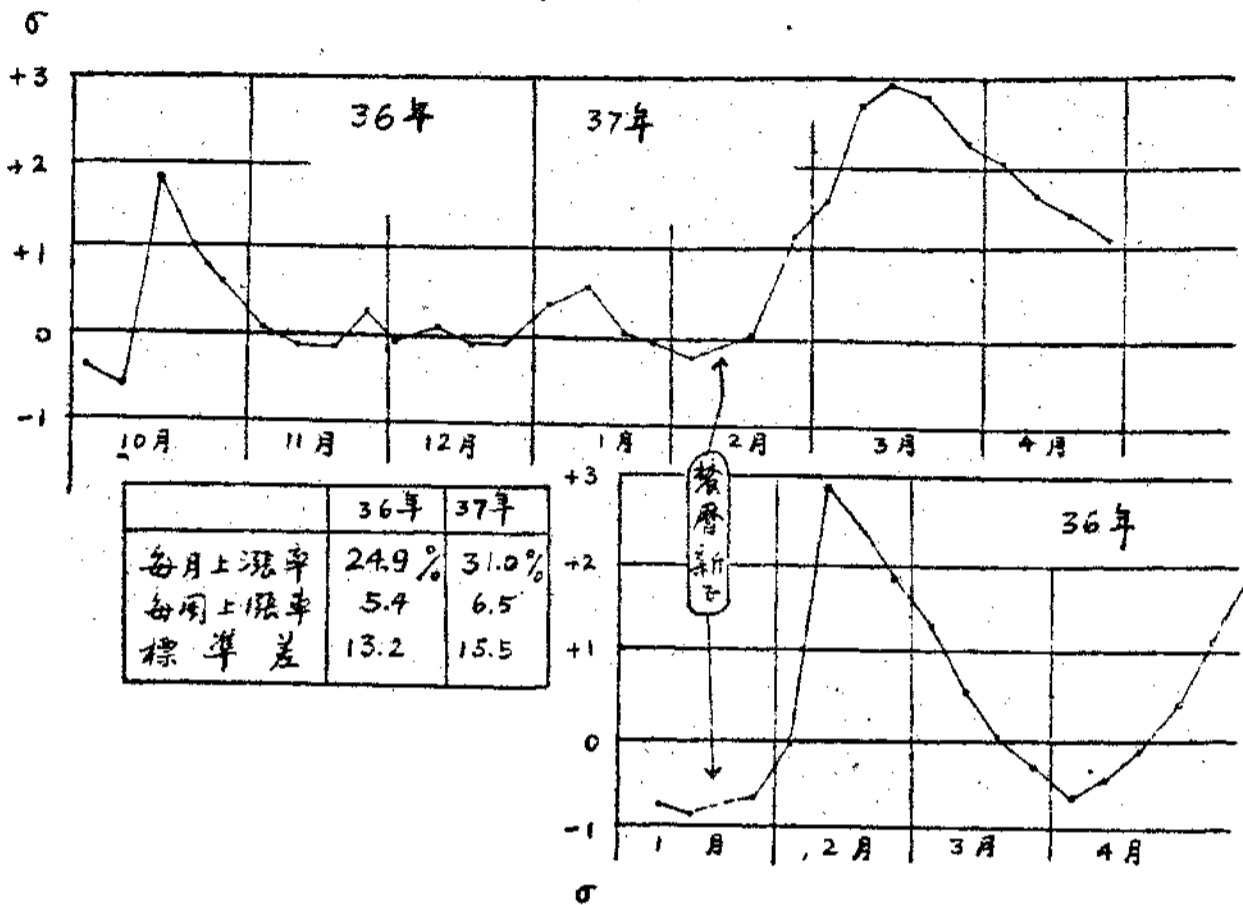
二、三個月來，市場上反常的現象屢見不鮮，都可以用這個基本事實去解釋的。

二 物價周期變動

去年有三次物價周期性的變動(見拙文「上海物價趨勢及季節變動」，本刊二卷十七期)，第一次變動自年初起至四月第一周止。在時期上本年第一次物價變動與去年相似，變動幅度類同且都是巨大的，然而物價基本情形是迥然不同的。為便於比較計，下圖中呈現的本年及去年物價周期變動是基於同一基礎的；換言之，在量度二年物價變動的時候，雖然所用的尺度不同，相對的比較還是有意義的，只須不忽視二種不同尺度間的差異(上節已述及)。

顯然的，本年度有二次周期變動。第一次自陽曆新年開關起至二月第一周，歷時前後五周，高潮時超過正常水準百分之九·八，旋即因陰曆年關屆臨趨於穩定。這一次變動以其為時甚暫又因振幅不大(僅不及一個「均方差」)，可予忽視，然第一周上漲率已達百分之二·五，在去年從十月漲風以後物價長期穩定的情形看來，物價走勢的變態已露其端倪。第二次自二月第三周(陰曆新正開關後第一周)開始，至三月第一周到達高

36年及37年物價變動比較



在上圖中，比較去年及今年同月同周的物價變動，自不能領略其大概，故上下二圖，各依其新正時期對齊，以便比較。本年漲風的上揚階段歷時五周逐步上漲，至三月第三周高到頂點，與去年同時因金融風潮一時的急漲漲勢在時間上在意義上均不可同日而語。去年以二周的時間一衝即達極限，上揚既速，故其回疲速度較大，自頂點的二月第

二周至四月第一周完成循環時止不過六周。本年情形則不同，形成漲風的基本原因在逐漸累積的影響下，其所佔比重比突然的投機刺激來得大，惟其如此，上揚的階段較長（雖然其增漲速度的絕對數並不弱於去年），這種情形在比較去年歷次漲風時亦有發現。自二月第三周起漲勢開始，繼續上揚，至三月第三周到達極頂，計歷程為時五周。自三月第四週起每周漲率漸趨緩和，平均不過百分之二或三，因此物價隨即陷入回疲階段，但截至四月末周為止，尚高出正常水準約一、一（均方差）。短期內如無特殊刺激，利多一預期「減弱」，一般物價不難轉趨穩定，否則以近來銀根之緊縮情形，只須一週波動，即將轉向上揚，而以雙峯型態出現。

三 銀根與物價

從物價周期變動的轉折點看，物價波動方向非但與銀根緊縮作同方向的變動，且在時間上幾乎無甚先後。筆者於研究去年全年市場暗息變動與物價的關係，發現每次漲風前後伴隨著銀根緊縮亦步亦趨的通常現象，除年關時期及預期的錯誤階段里僅有程度上的差異外，幾乎可以認為普遍的原則。去年全年平均周息約4.0%，變動幅度為0.73%。由於政府改變利率政策，本年利率自然水準已較去年高出甚多，推算當在百分之二十七左右。其結果與我們先前推算所得的本年物價漲勢率同有增高的趨勢，然在程度上利率自然水準仍不及物價趨向的平均率。這是在通貨極度膨脹情形下無法避免的間隙，不過政府自去年底開始及今年毅然放棄人為的低利政策，與金融方面貼放的新措施顯然已大有進步。因為本年物價變動的振幅已比去年增加1.4%（見第一節），無疑的，利率的變動幅度亦已擴大，這也是極自然的。核定利率與市場利率的比較接近，並使隨時調整的機動性逐漸適應市場環境，也是最近數月來金融當局措施中值得珍視的。最近短期國庫的發行，成效雖不可知，但其目的想再進一步運用並控制市場利率，在理論上確是一個正確途徑。

本月各周，繼上月第四周銀根極度緊縮之後已逐漸鬆弛，鬆勢愈來愈盛，故本月底止竟有以六元的日折成交者。其下控趨向與物價回疲階段完全吻合。

在銀根極度的狀況下，中央銀行於本月三十日開始首次發行一月期國庫券，折扣率為八七·三，合月息二角零二厘，全日銷出一百二十餘億。在時機上說，頗為適當，但數字不大，想來不過類似銀錢業的一掛紅一或一堆花「性質」，將來在折扣率方面尚待逐步修正，以目前市場利率而論，折扣率合息表面上雖然接近市面利率，但計算其實際利率(Effective Rate)尚嫌不足，還在期限方面的差異是很顯見的。收發率既不能確知其份，吸收游資的力量便難於充分揮發。兼之庫券本身未登公開市場，吸收對象在範圍上仍限於一隅一角，在購買者資金運籌上的不方便也是促使難於充分發展的一種阻力。同業定存的期限也只有七天，市場上資金融通鮮有超過一週者，這種現象表現於通貨流通速度甚高，即說明在現在經濟基本情勢下，生產週期的縮短，也就是資金週轉時期的縮

縮。物價雖然平疲，市場的觀望態度使資金流動速度的減緩也有限度，因為觀望或「預期」的時候，必須有調動資金的機會與便利。商業行為如此，擁有游資者或向缺乏對目前行情狀況下投資國庫券的興趣。

當然，國庫券發行還剛開始，在試驗過市場反應之後，在技術上的改進或能達成其目的。

四 資金流動

上月第三周銀根緊俏到連項點，市場普遍欠息行情高到四角左右，這個紀錄雖可引為空前奇蹟，其實是不足為奇的，因為利率正常水準已隨本年物價基本趨勢率相形提高，則在物價高峯時期自當以相對於業已擴大的物價變動幅度的振幅出現高利率，見於實物套利率高漲的情形，貨幣利率仍是相對的偏低。這是從物價上揭階段而說的。

如前節所述，物價自三月第四周起漸入疲局，銀根鬆動也愈來愈顯。如以市場欠息行情為例，月初當做三角內外，月中便低至二角七分，月底前後維持在二角一分左右，但間有一角八分者。資金運用無由是需求方面的普通現象。促使銀根全面鬆弛的因素分析起來不外三點：(一)自三月底起，美金短期庫券還本付息，市場上溢了一萬億以上的新供應，(二)各地農貸發放，部份資金已流入都市，(三)國家行局鉅款撥收轉幣，實際差出甚鉅。

四月份國家行局庫表面上雖屬差進二萬六千餘億，較三月份減進一萬四千億左右，事實上，如減除逐周商業銀行總存中央銀行的同業定存款數字，則本月第一周計差出一、二八六億，第二周差出六、七八五億，第三周又差出一、一六四億，第四周再差出竟達八、二六八億之譜，第五周月底關係實進一、二二四億，全月總計實出二萬八千億，為過去數月未見的現象。亦足佐證本月份國庫開支浩繁及游資疊集的一般。

資金由北而南的流動現象由來已久，一年以前南流的趨向早已開始。近月來因為工業實質資本的南流，更引起今天內外輿論的重視。根據廣州方面的報道，最近各地游資蜂擁到穗為數甚為可觀。本月十六及十七兩日竟達五六千億元，到十五日因攜帶超額現鈔而被凍結的資金即有六十九億元，藉特殊動力護運而未獲接獲的現鈔更無法統計，兼之第二期美金庫券移種兌付本息的到本月七日止亦逾千億以上。據一般估計，本月上半月各地滙種資金數萬億，一月來由滙南去的至少在國幣五萬億以上。

資金南流的最後目的自是香港，試看廣州港幣市價的狂漲及香港匯及申匯的暴縮這一事象，便可瞭然於龐大主流的去向。今年四個月來，港匯從一月初的三元一角縮到日前的七角五分，猛漲幾四達倍。本月份國內物價平疲，以上海為例上漲不過百分之二十，而港匯則由三月三十一日的一元〇九分再縮到四月二十二日的六角八分，法幣價值在香港又貶了百分之三十八。港幣暴漲在國內的反應是夠警惕的了，這一月來因國內政局頗有觀望，致未過分激動市場。

資金過濶的基本原因還是由於國內政局不安及經濟鬆弛，這與工業暴漲的暗流同出一轍，如果要保留這批資金或工業資本，還得從關國內投資途徑及改良工業環境着手，其基本條件仍回到戰事平定與通貨穩定。單靠管理內匯及限制現匯的政策是不具見效的。

五 市場動態

以前我們經常指出票據交換數字可作為金市交易價值增長的指標，則在通風前市場交易的變動可以從左表所列數字看到：

| 月 週 | 交換指數 | 票據指數 | 匯票指數 | 金市指數 | 匯票指數 | 金市指數 | 匯票指數 |
|-----|-------|-------|-------|--------|------|------|------|
| 3 1 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 125 | 68 | 68 |
| 2 | 118.2 | 96.8 | 145.7 | 120.7 | 99 | 62 | 62 |
| 3 | 119.9 | 91.2* | 302.2 | 228.8* | 49* | 43* | 43* |
| 4 | 116.6 | 83.7* | 325.9 | 234.0* | 45* | 39* | 39* |
| 5 | 129.0 | 92.1 | 120.0 | 85.7 | 111 | 53 | 53 |
| 4 1 | 141.9 | 97.7 | 100.8 | 69.4 | 181 | 74 | 74 |
| 2 | 160.0 | 108.3 | 98.4 | 66.6 | 202 | 79 | 79 |
| 3 | 170.5 | 111.3 | 110.4 | 72.1 | 192 | 78 | 78 |
| 4 | 181.1 | 117.2 | 103.2 | 68.7 | 226 | 82 | 82 |

票據交換金額幾乎與時俱增的，不足道。如上表第二欄所示：交換金額指數依物價上漲率剔除後，則所得結果即可指示全市以信用方式支付的交易數量的增長情形，第四欄所列票據指數的含義亦復如此。當物價週期變動而上揚階段已到達最高峯的時候，(如第二節所述，本年春節漲風的高峯是在三月第三周，上表數字右上方角標。有試在即指其轉弱時期)，市上籌碼枯竭，一方面交易數量由物價上揚階段的日趨頻繁至此轉呈滯呆，故交易數量，指數由三月第一周的一〇〇趨降至第三周的九一·二，第四周低降至八三·七；他方面因銀根奇緊，資金周轉困難，退票指數由三月第一周的一〇〇高升至第三周的二二九·八，再續升至三三四·八，信用損壞程度倍增有餘，證之第五欄退票比率，金額由一二五升至四九及四五，漲數由六六升至四三及三九，殆無疑義。旋自物價回疲，籌碼隨趨鬆舒，不但交易數量逐漸恢復，退票指數及比率亦進而趨降。至本月末後一周止，交易數量已恢復至三月初水準並略有超過，退票大減，指數同降至六六·七，比率降為二二六及八二(計一一七·二)，足見銀根鬆懈程度較之三月初物價上揚階段尤見舒暢甚多。一般所稱四月份銀根鬆弛，其理由在此。

本月份華股市場隨一般環境本已轉入逆境，但以本月五日起政院令通交業務停做，情況更見寥落。姑不論遞交本身對上海整個市場之利弊如何，然就事實論，停辦已歷一月，除已解散或驅散原來出沒在證券市場的部份游資外，尚未見有任何良好影響。以套利業務言，散戶資金為星期存款所吸收者據估計僅及全數三分之一，其餘餘部份仍難望其流入「正當」途徑。國庫券之發行，論者有以為與套做遞交有關，苟如此，則從

上海批發物價指數表 按加工程度分類

簡單幾何平均 民國二十五年=1 本表列數單位：萬

| | 食 物 及 原 料 品 | | | | | 製 造 品 | | | 總指數 | |
|--------|-------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 植物食物 | 其他植物農產品 | 動物產品 | 林產品 | 礦產品 | 本類指數 | 生產品消費品 | 本類指數 | | |
| 民國三十五年 | 0.392 | 0.2754 | 0.3876 | 0.5156 | 0.5556 | 0.4120 | 0.7660 | 0.5741 | 0.6711 | 0.5199 |
| 三十六年 | 3.066 | 2.789 | 2.501 | 3.534 | 4.187 | 3.119 | 6.556 | 4.188 | 5.326 | 4.025 |
| 三十六年七月 | 3.767 | 3.461 | 2.784 | 3.637 | 4.391 | 3.635 | 7.501 | 4.818 | 6.110 | 4.656 |
| 八月 | 4.050 | 3.570 | 3.137 | 3.947 | 4.843 | 3.909 | 7.545 | 5.042 | 6.259 | 4.892 |
| 九月 | 4.660 | 4.311 | 3.443 | 5.034 | 6.663 | 4.771 | 9.470 | 6.330 | 7.857 | 6.032 |
| 十月 | 6.350 | 6.236 | 5.266 | 9.072 | 10.19 | 6.882 | 17.27 | 10.12 | 13.46 | 9.481 |
| 十一月 | 7.114 | 7.442 | 5.909 | 9.602 | 11.63 | 7.769 | 20.81 | 12.00 | 16.13 | 11.00 |
| 十二月 | 9.237 | 9.679 | 7.737 | 11.74 | 14.13 | 9.933 | 25.02 | 15.16 | 19.84 | 13.81 |
| 三十七年一月 | 14.41 | 13.84 | 11.23 | 14.73 | 20.44 | 14.61 | 31.08 | 19.26 | 24.90 | 18.83 |
| 二月 | 22.65 | 20.75 | 14.94 | 16.31 | 23.86 | 20.34 | 36.12 | 24.83 | 30.36 | 24.62 |
| 三月 | 35.29 | 36.52 | 24.39 | 30.86 | 39.84 | 38.57 | 64.54 | 46.28 | 55.32 | 42.61 |
| 四月 | 42.53 | 43.50 | 32.83 | 34.42 | 46.00 | 40.56 | 74.90 | 56.58 | 65.77 | 51.07 |

編製機關：中國經濟研究所。指數編製說明及全部月與周指數，見三十六年四月五月本刊創刊號，及同年九月六日本刊二十三期。本表列數以萬為單位，如 47.65 即為二十五年之四十七萬六千五百倍。此項變更，請參閱本刊三卷一期討論欄。

(一) 上海批發物價逐周變動比較表

(指數單位：萬)

| 時期 | 項 別 | 一般物價指數 | 食物類 | 紡織品 | 金屬類 | 建築材料 | 化學品 | 燃料類 | 雜項類 |
|------------|-----------|---------|---------|----------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 三 月 | 指數 | 42.61 | 31.99 | 41.53 | 68.85 | 43.57 | 65.52 | 42.96 | 41.60 |
| | 對36年12月倍數 | 3.08 | 3.55 | 3.24 | 3.05 | 2.97 | 2.11 | 2.48 | 3.14 |
| | 較上月漲落% | (+)73.1 | (+)54.1 | (+)102.5 | (+)102.7 | (+)94.8 | (+)59.5 | (-)47.3 | (+)67.7 |
| 四 月 | 指數 | 51.07 | 39.73 | 54.28 | 77.07 | 56.86 | 68.70 | 47.44 | 48.03 |
| | 對36年1月倍數 | 3.69 | 4.41 | 4.23 | 3.41 | 3.63 | 2.21 | 2.74 | 3.61 |
| | 較上月漲落% | (+)19.9 | (+)24.2 | (+)30.7 | (+)11.9 | (+)22.1 | (+)4.9 | (+)10.4 | (+)14.9 |
| 對36年上漲率增減% | | (-)29.4 | (-)7.6 | (+)15.8 | (-)63.7 | (-)19.1 | (-)86.4 | (-)63.3 | (-)51.5 |

註：三十六年各類指數每月平均上漲率為：

總指數28.2% 食物類28.2% 紡織品26.5% 金屬類32.8% 建築材料27.3% 化學品36.8% 燃料類28.3% 雜項類30.7%

上表第四係三月份或四月份上漲率，對於三十六年各月平均上漲率增加或不及百分比。如為超過，意指漲價趨勢本年各月為甚，如為不及，即為落後。

(二) 上海票據交換國家行局及商業行莊差進差出金額表

(單位：十億元)

| 行 別 | 四 月 份 | | 1日-3日 | | 5日-10日 | | 12日-17日 | | 19日-24日 | | 26-30日 | |
|---------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|
| | 差進 | 差出 | 差進 | 差出 | 差進 | 差出 | 差進 | 差出 | 差進 | 差出 | 差進 | 差出 |
| 國家行局庫 | 2632.9 | | | 865.8 | 559.5 | | 1148.6 | | 443.2 | | | 1342.4 |
| 中央銀行 | 3041.2 | | | 642.9 | 319.3 | | 1250.4 | | 783.7 | | | 1150.7 |
| 中國銀行 | | 393.5 | | 233.8 | 100.8 | | | 243.4 | | 149.6 | | 132.5 |
| 交通銀行 | 229.8 | | | 63.3 | 111.6 | | 38.5 | | | 12.8 | | 157.8 |
| 中國農民銀行 | | 637.9 | | 165.2 | | 95.4 | | 49.7 | | 135.4 | | 202.2 |
| 中央信託局 | 1116.2 | | 181.5 | | 88.4 | | 117.4 | | 366.8 | | | 362.1 |
| 郵政儲蓄局 | | 563.3 | | 69.8 | | 33.0 | | 17.3 | | 243.7 | | 229.1 |
| 中央合作金庫 | | 159.6 | | 50.3 | 37.8 | | 18.1 | | | 155.8 | | 29.4 |
| 省市及商業行莊 | | 6230.6 | 404.4 | | | 1211.6 | | 2013.0 | | 1529.2 | | 1881.2 |
| 外商銀行 | 3597.7 | | 461.4 | | 652.1 | | 864.4 | | 1081.0 | | 538.8 | |

註：本月內中央銀行蓄收同業存款，計共54,260億元。分列之，計

第一周4200億，第二周12,380億，第三周12,750億，第四周12,750億，第五周12,200億。

(三) 上海票據交換及退票統計表

| 時 期 | 票 據 交 換 | | | | 退 票 | | | | | |
|---------|-----------|---------|---------------|----------|--------|-----------|---------------|------|-------|--|
| | 交 換 張 數 | | 交 換 金 額 (十億元) | | 張 數 | 金 額 (十億元) | 平 均 面 額 (百萬元) | 比 率 | | |
| | 全 周 總 計 | 每 日 平 均 | 全 周 總 計 | 每 日 平 均 | | | | 張 數 | 金 額 | |
| 四 月 份 | 5 628 223 | 216 740 | 442 676 9 | 17 026.0 | 83 082 | 2 262 2 | 27.2 | 68:1 | 196:1 | |
| 1日-3日 | 537 378 | 172 459 | 38 969.0 | 12 989.7 | 8 878 | 223.0 | 26.2 | 58:1 | 175:1 | |
| 5日-10日 | 1 275 478 | 212 589 | 91 166.6 | 15 194.4 | 17 137 | 519.5 | 30.5 | 74:1 | 181:1 | |
| 12日-17日 | 1 285 347 | 214 225 | 102 788.7 | 17 131.5 | 16 101 | 507.1 | 31.5 | 79:1 | 202:1 | |
| 19日-24日 | 1 321 577 | 220 263 | 109 565.4 | 18 260.9 | 16 855 | 569.3 | 33.8 | 78:1 | 192:1 | |
| 26日-30日 | 1 158 443 | 231 689 | 100 187.1 | 20 037.4 | 14 111 | 443.3 | 31.4 | 82:1 | 226:1 | |

(四) 上海利率行情及匯出匯率變動表

(利息單位：每千元月息元)

| 日 期 | 利 率 行 情 | | | | 上 海 匯 出 匯 款 匯 率 | | | | | | | |
|-------------|---------|-----|-------------|-----|-----------------|------|------|------|------|------|------|-----|
| | 市 場 暗 息 | | 場 外 白 紗 貼 息 | | 漢 口 | | 廣 州 | | 重 慶 | | 天 津 | |
| | 最 高 | 最 低 | 進 | 出 | 國 行 | 商 業 | 國 行 | 商 業 | 國 行 | 商 業 | 國 行 | 商 業 |
| 37 年 4 月 26 | 285 | 260 | 266 | 310 | 1030 | 1010 | 1080 | 1040 | 1015 | 1010 | 1002 | 990 |
| 27 | 270 | 255 | 277 | 321 | 1030 | 1010 | 1080 | 1060 | 1015 | 1010 | 1002 | 900 |
| 28 | 261 | 249 | 238 | 281 | 1030 | 1010 | 1080 | 1060 | 1015 | 1010 | 1002 | 920 |
| 29 | 240 | 200 | 234 | 278 | 1015 | 1010 | 1050 | 1060 | 1015 | 1010 | 1002 | 900 |
| 30 | 240 | 180 | 203 | 245 | 1015 | 1070 | 1050 | 1070 | 1015 | 1010 | 1002 | 920 |
| 5 月 1 | 250 | 201 | - | - | 1015 | 1000 | 1050 | 1070 | 1015 | 1010 | 1002 | 950 |

(五) 上海華股場內成交數量金額統計表

(數 量：百萬股；金 額：百萬元)

| 時 期 | 成 交 股 數 | | 成 交 金 額 | | 交 割 金 額 | | 內 轉 賬 金 額 | |
|---------|---------|-----|-----------|-----------|---------|---------|-----------|-----------|
| | 現 交 | 過 戶 | 現 交 | 過 戶 | 現 交 | 過 戶 | 現 交 | 過 戶 |
| 四 月 份 | | | | | | | | |
| 1日-3日 | 1 684 | 957 | 1 860 442 | 2 077 680 | 452 092 | 117 503 | 709 756 | 1 182 186 |
| 5日-10日 | 3 333 | 69 | 3 575 932 | 134 001 | 793 319 | 97 851 | 1 160 353 | 46 412 |
| 12日-17日 | 1 846 | - | 2 484 745 | - | 523 793 | - | 1 014 325 | - |
| 19日-23日 | 1 979 | - | 2 686 358 | - | 592 839 | - | 1 060 471 | - |
| 26日-30日 | 1 463 | - | 1 964 901 | - | 474 703 | - | 786 936 | - |

註：遞交業務已自本月五日起奉令停辦。

(六) 上海棉紗布正配售量值表

| 時 期 | 棉 紗 | | | 布 正 | |
|---------|---------|-----------------|-----------|---------|-----------|
| | 數 量 (件) | 折 合 二 十 支 紗 (件) | 金 額 (十億元) | 數 量 (件) | 金 額 (十億元) |
| 四 月 份 | 10 074 | 17 298 | 2 129.9 | 352 755 | 1 464.0 |
| 1日-3日 | 562 | 906 | 87.9 | 4 400 | 16.5 |
| 5日-10日 | 2 525 | 4 501 | 495.3 | 113 370 | 479.1 |
| 12日-17日 | 3 035 | 5 135 | 632.7 | 75 920 | 303.6 |
| 19日-24日 | 2 498 | 4 303 | 569.2 | 99 245 | 399.8 |
| 26日-30日 | 1 454 | 2 453 | 344.8 | 59 740 | 265.0 |

(七) 香港申匯美元及黃金行情統計表

| 37 年 月 日 | 申 匯 | | 黃 金 | | 美 元 | | | | | |
|----------|-----|-----|-----|-------|------|------|------|------|------|------|
| | 開 | 收 | 開 | 收 | 電 匯 | | 匯 票 | | 現 鈔 | |
| 4 月 26 | 7.4 | 7.2 | 338 | 337 | 5.75 | 5.77 | 5.72 | 5.71 | 5.66 | 5.65 |
| 27 | 7.2 | 7.2 | 334 | 335.8 | - | 5.76 | - | 5.71 | - | 5.65 |
| 28 | 7.3 | 7.3 | 335 | 335.5 | 5.76 | 5.76 | 5.71 | 5.71 | 5.64 | 5.64 |
| 29 | 7.2 | 7.2 | 337 | 337 | 5.77 | 5.76 | 5.71 | 5.73 | 5.60 | 5.64 |
| 30 | 7.2 | 6.8 | - | 331.5 | - | 5.70 | - | - | - | 5.60 |

經濟大事誌

(日二月五——日六廿月四)

國內部份

▲四月廿六日 李帥總部訪續組長，頃來我國考察紡織業，并商討美貨棉花處理問題。

據冬令救濟委員會稱，出售甲乙兩種房屋券，共得一千七百另五億六千九百四十萬元。該六十幢房屋建築成本為九百六十三億另五百六十二萬四千四百四十元，他項開支六十二億一千餘元，故收支兩抵結存六百七十九億一千五百另六萬餘元，將全部撥作救濟費用。冬令救濟委員會結束之後，市政當局將成立「上海市救濟委員會」充作永久性之救濟機構。

▲四月廿七日 央行貼放會今日正式成立今後貼放工作與一般商業機構并不發生關係，其直接對象為銀行及四聯總處。凡一般廠商所需運轉資金，向銀行貸款，放款銀行缺乏資金週轉時，即可向央行貼放會申請貼放，貼放會審核後即可辦理重貼現或轉抵押，而貼放額則從實際情形而定。

盟軍駐日總部民政司長諾斯等，頃至我國與政府磋商有關中日貿易事宜。前滬市參議會會議決凍結公用事業售價，恢復貼補辦法，後經公用局與央行商討結果，央行允許公用事業購油外匯可預結一個月，預結外匯之油料包括燃料油，柴油及汽油，總值約為國幣二千五百萬左右。

▲四月廿八日 財政部宣佈，公務人員薪資所得稅，將自四月份起恢復徵課，其起徵額及稅率，規定每年四、七、十月按主計處生活指數各調整一次。本年四月份之起徵額已提高為每月所得額滿七百九十一萬元，稅率則減為百分之二，每月所得在五千元至七十四萬元以上者，使加征超額部份之累進稅。又各業僱傭人員亦普通徵稅。

經部調查各重要都市之工業情況，在一四、〇七八家工廠中，合於「工廠法」者僅佔百分之二二·五三，其中以輕工業較重工業為多，而輕工業中又以紡織業居首，佔百分之二六·七九，計三、七七三家，服用品製造業次之，佔百分之二一·六七，計一、七八三家，重工業以機械業居首，佔百分之二〇·九，計一、五〇五家，冶煉業次之，佔百分之三·五一，計四九四家。

▲四月廿九日 為爭取外匯，改善出口結匯政策，當局已擬定四項辦法，(一)交通部已允許予出口物資之運輸以便利，俾減低其成本，(二)便利輸出品之貸款，(三)凡輸出所備之原料及包裝品材料等，可從寬在限額外進口，(四)收買輸出貨物。又據平準基金會稱，截至去年底為止，所收購之出口物資，計有桐油七千餘公噸，豬鬃六千餘公噸，生絲七千餘公噸，茶葉三萬五千餘公噸，大豆八千餘公噸。

▲四月廿日 民國卅七年短期國庫券今起正式發行，月息五分，其發行價格，由央行設立利率委員會每日議定折扣，呈由央行總裁核定後，每日掛牌公告，今日發行折扣為八七·三。

▲五月一日 台省三月份進出口貨值統計數字如下：(一)進口貨值總額台幣六、七七七、六六六、三九九元，較上月份增加百分之七。以棉織品為首位，棉紡次之。

▲五月二日 由於戰亂與不安，各地黃金大量南流，使廣州非法錢莊崛起，投機專業興盛，故廣州可能成爲一重要工業都市。

國外部份

▲四月廿六日 聯合國歐洲經濟委員會，第三屆會議在日內瓦揭幕，將商討全歐經濟合作事宜，并討論該委員會秘書處所擬具的關於歐洲經濟形勢及經濟發展之檢討，歐洲各國代表均出席。

▲四月廿七日 據美政府之剩餘資金，即聯邦政府收支相抵後所餘之數額，至三月卅日為止，共計四億八千三百五十八萬八千九百五十三美元。

▲四月廿八日 據美政府之剩餘資金，即聯邦政府收支相抵後所餘之數額，至三月卅日為止，共計四億八千三百五十八萬八千九百五十三美元。

▲四月廿九日 據美政府之剩餘資金，即聯邦政府收支相抵後所餘之數額，至三月卅日為止，共計四億八千三百五十八萬八千九百五十三美元。

後編

目前外匯政策需要收斂，已爲一致的要求，但如何求得妥善可行的辦法，却費思慮。吳大業先生在此提出一種新美金車券，來配合新外匯政策之實施，以自動的幫助匯價調劑，確是一個內外兼顧的辦法。

美國爲研究戰後經濟問題，有不少組織成立，提出各種研究計劃，甘士杰先生在這裏就最要者加以介紹。

中華造船機器股份有限公司

營業種類
新造及修理
船舶橋樑鋼
架油池輸水
道及其他一
切鋼鐵工程

事務所

江西路一二二號金城大樓三九〇
電話一〇八〇一

工廠

楊浦路底路海東橋復興島
電話二〇五(二〇)

民國三年創立

新華信託儲蓄銀行

經營存款匯兌及一般銀行業務

總行

上海江西路九號(口路江九) 電話二一八六三

上海辦事處

- (一) 靜安寺
- (二) 八仙橋
- (三) 南京西路
- (四) 林森中路
- (五) 復興中路
- (六) 中正中路
- (七) 新開路
- (八) 小東門
- (九) 老西門
- (十) 四川北路

建業銀行

總管理處 上海東體育會路模範村二十一號
電話掛號 七三八七 電話(〇二)六二〇五七

上海分行 上海天津路二〇一號
電話掛號 五二九七三

南京分行 南京太平路三三五號
電話掛號 三三六二 電話 九二八二一 九四九三三

重慶分行 重慶民族路一七九號
電話掛號 六二二八 電話 四一五九四

成都分行 成都湖廣館街四八三號
電話掛號 一〇八三 電話 一〇八三

長沙分行 長沙中正路一五六一號
電話掛號 七二三〇 電話 一五六一

漢口分行 漢口沿江大道一〇〇七號
電話掛號 七三三七 電話 二〇〇七五

天津分行 天津第一區羅斯福路二二七號
電話掛號 九七三八 電話二局 三六一〇二 四〇六二

太平洋輪船股份有限公司

The Pacific Steamship Co., Ltd.

經常航行中國沿海南北洋及長江各線

◀安全舒適▶

◀迅速穩妥▶

上海東大名路三七八號三樓

電話 五一八一六

電報掛號 一四三七 PACSTEAM

大成紡織染公司

事務所 上海山東路八四號 電話 二五二六九

各種棉織布疋 各種粗細棉紗 各種出廠品

飛龍 獅球 雙兔 征英 六雄 雙重 聚寶 紅八 大金 成大 白太 彩喜 精忠 蒸發 國財

商標

廠址 常州 州東 州東 州東

晨南實業股份有限公司

業務

經營輸出輸入貿易

投資生產事業

地址：上海天津路195弄191號

電話：九六四七三

英文電報掛號：Cheng nan

