

交易所周刊

中華民國廿八年四月廿四日出版 第一卷第四期 掛號特准郵政新掛號

投機買賣與抑壓投機買賣論

孫懷仁

一千八百九十二年，德國政府設立了一個交易所制度調查委員會，該委員會費了整整一年零七個月的時間，做了一本厚厚的報告書；在那本報告書中，對於德國當時對交易所投機買賣（Speculation）之輿論，認為是不能成立的。然而，結果這本報告書的結論，不但沒有被德國議會所採納，却斷然服從了輿論而對交易所市場實施了干涉政策，禁止了小麥及麵粉的定期買賣。在那個時候，因為德國小麥及麵粉價格，出現了二十年來未有之新低價，於是一般農民，認為這個價格的下落，都由於交易所中的空賣所造成，議會為農民的生計問題起見，自然不能不出之於禁止之一途，以抑壓投機者的活動了。可見當時禁止定期買賣的結果，小麥及麵粉價格，不唯不見上漲，反而依然日趨於衰疲。經事後的調查，這小麥及麵粉的跌價，真正的原因，因為當時俄國及阿根廷有着大量小麥，擁進了德國市場，因此，使小麥的供過於求，價格就成江河日下之勢了。

在當時的德國，還不僅是禁止穀類定期買賣，同時更禁止了工業股票及鑛山股票的定期買賣，此外，更用法律強制凡在交易所為買賣者，必須以其姓名登記於交易所的登記簿中，否則，其買賣為無效。這樣一個法律公布以後，於是一般有財產與品格外等的人士，大家對交易所都裹足不前，結果，在交易所中為買賣者，都是一些資產薄弱與信用不孚的人了。這些人一遇損失，大率逃避債務，不再清理，一時柏林交易所市場全歸頹廢；而外國經紀人（Broker）相率開設支店或辦事處於柏林，把柏林市場上一些買賣都吸引到外國交易所中。在當時，柏林一時竟出現到了七十家外國經紀人的支店，不但這樣，德國一些工業資本及股票公司債，大部分都流入到了巴黎與倫敦，而使德國財政基礎發生了極大的動搖。不得已，德國議會於一千九百零八年，改正法律，廢止登記簿，允許了一千萬馬克以上的公司的工業股票及鑛山股票之定期買賣。但穀類的定期買賣，因為農民勢力的巨大，直到歐戰以後還被禁止着。



本期要目

投機買賣與抑壓投機買賣論	孫懷仁
上海之商業	潘仰堯
如何決定上海匯往英美日的匯價	張審之
交易所論（續）	吳力生
世界經濟情報	張審之
一週間之紗花	陳濟成
一週間之債市	譚藝超
一週間之金市	王綏之
一週間雜糧之	徐香嚴

在外國市場中，類乎德國這樣的一種失敗，為數很多。就在美國南北戰爭將起的時候，當時金市場的買賣很旺盛，金價日趨昂騰，竟增高到了百分之百九十八。這時候，林肯對於這些迷於投機的人，恨盡切骨，他竟發怒的說：“I wish every one of them had his devilish head shot off!”（我希望斬盡了他們那些惡魔的頭顱！）最後，林肯終於突然禁止了金之買賣。然而禁止的結果，金價反更趨上騰，從百分之百九十八暴增至百分之二百五十了。不得已，這禁止法律，祇經得了四五天，而又下令恢復原狀了。

舉更近一點的例子，在日本米穀市場上，也有過這樣一種投機干涉的歷史。在一千九百十九年，當時日本米價暴騰，這米價暴騰的真正原因，是由於需要過於供給之故，可是其時之一般輿論，都以為由於米穀交易所中的經紀人，不遵從委託者之意思，擅自將其買賣了結或抵補，圖用其證據金，以從事於買投機之故，於是仲小路農商務大臣，就在此理由之下，發布敕令，禁止經紀人不依委託者之意思以行轉賣（抵補）或買回（了結），此外，更發布暴利取締令以壓迫多頭，然而結果，又完全失敗了。到一九二〇年遂廢敕令，而又恢復到一九一九年以前之原狀了。

這三件歷史的事實，都是表示說，藉人為的抑壓交易所市場而欲轉換真實的物價變動，是不可能的。

在表面上看，交易所是一個公定市價的機關，交易所外一般的物價，當然以交易所的公定價格為唯一之依歸。交易所公定價格漲，自然一般物價隨之而漲，交易所公定價格落，自然一般物價也隨之而落。這個理論錯誤沒有呢？當然一點也沒有錯誤。

更進一步，交易所的價格怎樣形成的呢？這個大家都知道，是由於需給的競爭而定，需過於給，價格漲；給過於需，價格落。再進一步，交易所裏的需給是怎樣一種需給呢？這大家都說，

一種是真實的需給，就是真正打算付款收貨，或是交貨收款的買賣；一種是投機的需給，就是自始至終不打算收貨或交貨，但望市價漲落以獲得差金利益的買賣，也就是一般人所謂的「買空賣空」或稱「空買賣」。

歸納起來，一般物價跟着交易所之公定市價而漲落，交易所價格由於需給之競爭而定，交易所市場需給中既有一部分是投機的需給，因此，交易所公定價格之漲落，一部分是由於投機的作用，而一般物價跟着交易所價格而漲落，當然這一般物價的漲落中，多少一部分也是帶有投機性的。現在要使物價平穩，不使有暴漲暴落，最根本的自然要抑壓交易所內的投機買賣。這個從表面上看，一點也沒有錯誤。因此，過去各國不惜禁止各種定期買賣，或是設法制止投機了。

最近，中國也大有這樣一種傾向，想把近年來時代流行物的投機，設法壓制一下，以挽救中國物價的暴落。今年開始以後，此種傾向，益見顯著，例如最近上海總工會呈請實業部設法制止交易所的空買賣，以及最近華商紗廠聯合呈請實業部限定棉花的價格，不使上漲，且欲以抑壓投機家的操縱，緩和棉貴紗賤之現象，以救危若累卵之紗業。

這樣一種藉人為的抑壓交易所市場而轉換真實物價變動的想想，在理論表面上講，決不能說是一些也沒有根據；這根據就是前面所說，因為交易所價格的決定，一部分是由於投機需給，而遺一部分由於投機需給所決定之交易所價格，牠可以影響真實物價之故。但是這種表面理論，一經運用到了事實上，就表示了完全不確實。過去各國壓迫市場的失敗，這是一個很好的事實明證。中國最近這種想抑壓交易所市場的提議，將來假若實行了以後，誰也不敢保證能有十分之十的成功。就在中國歷史事實上說，最近過去的一年中，棉業統制委員會的想在交易所入手以圖提高紗價，以及標

金市場中取稀投機以圖抬高金價，這結果如何，大家都很清楚看到了罷。

★ ★ ★

然則，爲什麼在表面上看，在理論上講，抑壓交易所市場是可能以變換真實物價變動的，而事實上實行起來就完全是失敗呢？要解明這個似乎是很玄妙的問題，我不能不先開始說明我們現代交易經濟社會是如何進化來的。

人類在很原始的時候，慾望很小，它們爲滿足自己的慾望，多行自給自足的經濟。它們想住房子，這房子祇要能避風雨，它們想穿衣服，這衣服祇要能溫暖身體，它們想吃東西，這東西祇要能飽肚子，在這個程度以上，他們無所奢求，決不像現代都市裏的人，住要住洋房，穿要穿綢緞，吃要吃山珍海味。原始人慾望既極簡單，滿足慾望也就容易，自己掘一個山洞做房子，自己剝一張老虎皮做衣服，自己弄點動物植物充飢，他們無所求於人，也無求於人，這時候當然沒有交易。

進一步，社會進化了，欲望也進化了，完全要自己來滿足慾望，已近於不可能，於是發生了交易之萌芽。譬如種田種得多的，拿出一點過剩的米，織布織得多的，拿出一點過剩的布，約定一定的期間，雙方會於一定的地方，一手交米，一手收布，一手交布，一手收米，實行交換一下，這時候織布的有米吃，種田的有布穿，相互來滿足彼此的慾望。這是最原始的交易方法，這時候我們稱之爲「現物交易時代」。這樣的遺跡中國還有存在的，到過張家口的人，就知道蒙古人他們就是於每年一定的時候，拿着皮貨來換雜物的。

現物交易時代更進一步，變爲「品名交易時代」，或稱之爲「廣告交易時代」，這時候的交易方法已進步，買賣雙方交易時，不必一定要有現貨在面前，他們締結契約時，祇說明貨物的品名，產

地，性質，合則交貨，不合便罷。現物憑空運搬的麻煩，已完全消滅了。

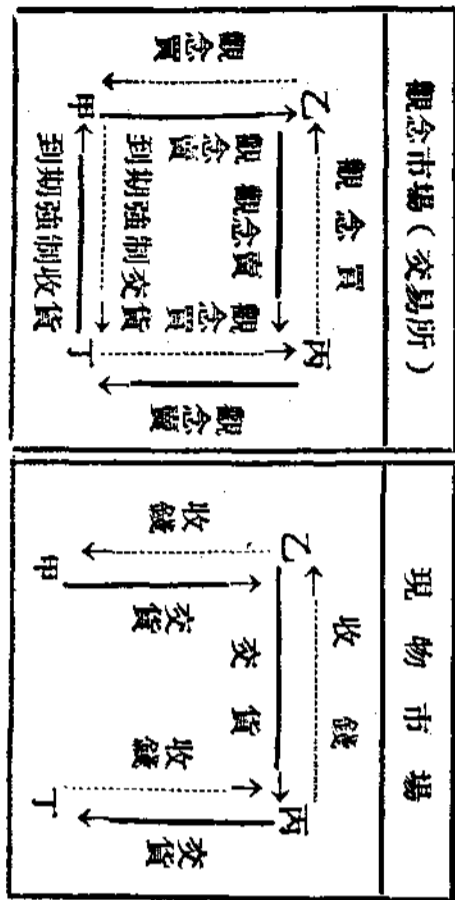
到世界產業革命以後，一部分纖維織物是用機械生產了，機械生產的東西，質地可以完全一律；生產品質地既然完全一律；於是交易方法自然比較又更趨於簡易；這時候的買賣，是憑「樣本」來締結契約的，因此，這時代我們稱之爲「樣本交易時代」。這個樣本交易方法的發生，使人類商業有了一個顯著的進化。德國經濟學家桑巴特博士，竟稱這個方法的發見，是「舊商業組織的革命」。（見 Sombart: Der moderne Kapitalismus S. 503-5）

到我們現在這個時代，更有了一種進步的交易方法，這方法就是「標準物交易」，決定商品之價格，是用一種一定的標準品爲標準，其餘的同種商品，就與此標準相較而定價格。現在交易所內的買賣方法，就是這種標準物交易。

這種標準物買賣方法發見了以後，人類交易技術可以說已到達了最高度，這時候，對於物財需給測定的範圍，時間的可以包含了極長期；空間的可以包含了全社會，幾個月以後的東西，我們可以預爲買賣，全社會所產同種的物財，都可以用爲「交割」。在這個買賣方法之下，於是投機者可以起來經營不以實物買賣爲目的的觀念買賣。這裏所謂「觀念」(Idea)與「知覺」(perception)不同，觀念是現實不存在事物的意識，知覺是我們感官所觸到的現實事物之意識。譬如親眼看到目前蘋果的人，它是知覺蘋果，而祇看到蘋果之某種「表象」(Symbol)的人，它是知覺蘋果的表象，因而獲得蘋果之觀念而已。所以蘋果之知覺與觀念，都是蘋果這經濟貨物的「意識」(Awareness)，而其背後，都存在着一個蘋果的實體（參照 Scott: psychology of Advertising in Theory and practice, p. 6-11）所以，觀念必竟是現物之影，而其背後是存在着實物的，更進一步，交易所中投機者的觀念買賣，牠背後也必定存在着

實物而決不是空買賣。

對於交易所中投機者之觀念買賣的不是空買賣，我們可以更實際的解釋。譬如交易所裏有一個賣觀念的投機者，假定它不實行抵補，請想一想，到期了以後，它所賣貨物反影的觀念，不是完全消失，而變為以本體現物實行交割嗎？反之，觀念買者它實行了結（轉賣）或抵補（買回），這時候，不過它脫離了交割關係而已。藉轉賣，買回以脫離交易關係，這當然不僅限於交易所裏的觀念，就是一般市場中的現物，亦復如是。而且在交易所裏，關於同一財物，祇為單方的買或賣時，牠也與在我們普通市場中一樣，到期後必須強制貨銀授受而交割的，因此，交易所的買賣，決不是空買賣。今日世界上無論那一個交易所，沒有不是強制着買賣關係之交割清算的。交易所中因為有這樣一個「交割強制」制度的存在，於是使現代交易所（觀念市場）成為了現物市場的反影，交易所觀念市場與現物市場兩者，在經濟生活中，可以看做為同一物，而營着一種微妙的作用，而使現代無政府生產的資本主義經濟社會，有了一種暫時調和的可能。下面兩張圖，請仔細看一看，觀念市場與現物市場完全沒有兩樣。



這兩個市場中，假定買賣者為棉紗一百包，那末到最後的結果，不是完全一樣嗎？換言之，即兩者都是大部分人脫離了買賣關係，由最後的買賣雙方實行貨銀授受而已。這樣看來，交易所買賣，當然不是空買賣。普通人稱交易所買賣之為買空賣空，根本就是一個錯誤觀念。傳說法國在十九世紀後葉，拿破崙第三曾經有一次想禁止投機者的觀念買賣，於是召了當時的財政部長來磋商。這位財政部長談話非常有趣，他先問拿破崙第三說：

「陛下！每天在塞納河挑水到巴黎去賣的那個小姑娘，陛下大概知道罷。她今天祇挑了一桶水來，還有一桶，她約定明天挑來。陛下，以為這種行為對不對？這是不是一種應該取締的行為？」

「塞納河裏川流不息的，都是水」。拿破崙第三回答說。「她今天缺了一桶水，既然答應明天補送來，那有什麼不可以呢？」

於是這位財政部長立刻接上去說：

「有價證券的河流，就比塞納河還要大。投機賣(Short selling)的人，它隨時都可以由這個河流中取有價證券來交割。因此，這種投機賣，我想決不是違法的」。

這段故事確不確，暫且不講，對於投機買賣倒是一個很好的比喻。

讀者看到了這裏，請把交易所內觀念買賣的根本關係，再回想一下。大家假若已了解了觀念買賣非空買賣，那末我們立刻可以了解前面所提出來的問題，應該如何解答。換言之，即前面提出「為什麼在表面上看，在理論上講，抑壓交易所市場是可以轉換真實物價變動的，而實行起來，就完全是失敗呢？」的問題，其最大的原因，就是因為把交易所的觀念買賣錯認是空買賣，而說交易所的價格一部分是決定於與實物脫離關係的空需給之故。

照我們前面所講，觀念買賣之背後，還是存在着實物的，換言

之，投機的需給，決不是離了實物關係的空需給。再換一句話說，現物市場中的一般物價，固然是隨交易所公定市價而漲落，而交易所公定市價，仍不過是現物市場中實物的反影而已。投機者在交易所中，不過想藉觀念買賣以獲得差金利益，它決定自己做「多頭」或是做「空頭」，它是要看實物之存在量如何，假若供給不多，而強迫的維持空頭，它就有交不出貨的危險，反之，它就有無力收貨的危險。

交易所中因為有強制交割制度的存在，所以無所謂空買賣，而交易所價格，也決不會有與實物絕無關係的價格發現。不自真正物價騰落原因上設法，而徒於交易所中以抑壓投機買賣，這決不會有影響及於物價的。過去各國取締定期買賣而不能獲得預期之結果者，其原因便在此。假若德國過去牠欲提高小麥及麵粉價格，而即着手於俄國及阿根廷小麥輸入之杜絕，那末牠一定可以有一個很好的結果，而決不至於失敗了。其他前述各國，其情形亦正相同。

我們中國，現在雖有抑壓投機買賣的傾向，但是究竟還沒有見諸實行，未來實行不實行，我們雖然不能妄斷，但能不實行，畢竟還是以不實行為上策。我們知道現在一般物價的暴落，最大的原因，大致不出於此二者，即（1）因為中國種種內在的經濟不健全性，使國民消費量，日趨於減退；（2）因為世界恐慌的結果，外國過剩商品，不住流入中國實行傾銷，使國產品販路趨於隘狹之故。因此，我們真要改善中國經濟，恢復物價，必須要從許多根本原因上着手，斷不是禁止交易所投機買賣所得奏功者。交易所定期買賣，假若一旦被禁止了，那末，尤其在上海，像德國柏林過去那樣外國交易所經紀人支店的林立，就很有發生的可能，到那時候，一些極微的國民資本，將不住的滾滾流出吧。

此外，至於像紗廠那樣聯合的呈請，更不能不說是一種捨本逐末之辦法。很明顯的，近年華紗下落，最大原因乃在於日紗賤價傾

銷競爭之故。據最近的調查，華日紗價相差，就如次表：（一月十七日申報）

華紗市價		日紗市價	
支數	元	支數	元
四二支	三〇五·〇〇	四二支	永月 二七三·〇〇
四二支	二八五·〇〇	四二支	藍鳳 二六七·〇〇
三二支	二五三·〇〇	三二支	彩球 二三五·〇〇
三二支	二三三·〇〇	三二支	藍鳳 二三二·〇〇
二〇支	二〇一·七五	二〇支	仙桃 一八二·五〇
二〇支	一九八·五〇	二〇支	藍鳳 一八二·五〇
二〇支	一八七·二五	二〇支	三馬 一八三·五〇
一六支	一九〇·〇〇	一六支	豐年 一八四·〇〇
一六支	一八四·七五	一六支	豐年 一七五·五〇
一六支	一七八·七五	一六支	日光 一七五·五〇
一六支	一七八·七五	一六支	仙桃 一七五·〇〇

因之，花貴紗賤並不是一個打擊本國紗廠的原因。很明顯的，紗以花製，花貴對於紗而言，祇有抬高紗價的可能，現在花貴而紗不貴，足見其原因是在於紗之本身有問題，亦即日紗傾銷之故。不僅這樣，棉花的用途極多，不僅限於製紗，製紗不過是棉花用途之一。倘若棉花祇能製紗，那末當然紗賤可以使棉花價格下落，現在事實上不是如此，當然不能說棉花貴是專門與紗廠為難。

而且，現在華紗紗價下落，既是由於日紗傾銷所致，那末，即令把花價壓低，所受到好處者，決不限於華廠，日廠亦因此可以獲得價廉棉花的，這樣，華紗價賤無妨，而日紗不也因此而可以跌價，而使華紗紗價再拖下去嗎？這樣一來，華廠既無利益，幾千萬的中國棉農因此而遭池魚之殃了。至於說現在棉貴是因投機家抬價之故，那末，這根本就犯了與前述禁止定期買賣同樣的錯誤了。

現在的中國，我們趕緊要從根本改善，一切不要再在表面上兜圈子，何況這種抑壓投機買賣的失敗，各國已經給了我們許多事實的教訓了呢？

上海之商業

潘仰堯

上海為世界通商大埠之一，在外表觀之，商業的發達，交易的繁盛，足以稱霸全球，雄視萬國。可是一究其內容，詳攷其真相，則上海一地，僅為世界貨物集散之區，帝國主義經濟侵略入手之地，上海商業，僅可說他含有世界的關係，而非中國主權所能統制。上海市場，為倚賴的，而非獨立的，為被動的，而非自動的，為屈服的，而非自主的，為浮面的，而非實際的，人人口頭所常說的商戰，自上海商業方面看來，帝國主義者挾其長袖善舞的技術，雄厚的資金，軍艦的保護，廣告的力量，長驅直入，勢如破竹，如到無人之境。上海人先已望風而靡，臨事而懼，不待交鋒，早經退却，還說什麼商戰？不但不能說戰，並且為外商作嚮導，做前鋒，引狼入室，為虎作倀，博蠅頭的微利，忘國家的主權；可憐自中外互市以來，上海的商業，常在這種昏迷狀態之中，至今尚不能自拔，更不能自救。歐戰時代，是天子我上海商業發展的機會，可是政治上，是內亂頻發，事業上是大家眼光短淺，到底蹉跎了過去，這是最最可憐的。最近世界上籠罩了不景氣的狀態，有倚賴性的上海商業，當然立足不穩，捲入漩渦，以有此提襟見肘圖窮七

見的一日，造昔日之因，結今日之果，原不足怪。所最痛心者，一個國家重要的通商大埠，

對於金銀價格的漲落，貨物行市的升降，完全要看國外的電報，觀國外的趨勢，聽國外的風聲，望國外的顏色，仰人鼻息，跟人行動，這還是獨立的商業麼？更堪痛心的，是對外貿易，除了光緒二年出超一千餘萬兩外，竟然年年入超，最高至一年入超七萬萬兩之多；每年吸收我國現金現銀的數量，着實可驚。茲就上海商業的歷史，略為陳述：

上海商業的萌芽，發軔於前清咸同之際，而盛於前清光緒季年。當時最熱心的官吏，李鴻章、盛宣懷外，要算張之洞，先設上海及漢口商務局，至光緒二十九年七月清政府遂有商埠的設立，奏定商律及註冊章程，並頒發給商動章程：辦一千元以上之實業者，賞男爵，二千萬元以上者，賞子爵，而社會上熱心的人士，如張季直、曾少卿等，相繼倡辦實業，不遺餘力。那時最值得紀念的，便是光緒廿三年成立的商務印書館，光緒廿四年成立的大生紗廠，光緒二十九年的新機器廠，光緒三十二年的泰豐罐頭公司，我們可以從那時到現在，分做五個時代：

第一是官督商辦時代。在光緒八年至二十年之間，那時的公司、工廠，都是官廳主動，初為官辦，繼為官督商辦。可是所辦的成績，往往以用人不當，不能收效，以故不要說抵制

世界經濟情報

三 法國經濟日趨惡化

法國經濟受世界經濟恐慌之打擊，已極困苦萬狀，加以其他各國，如英、美、日等，先後放棄金本位制，實行通貨膨脹，匯兌貶價等的競爭，益使法國經濟的困苦，增大其程度。不景氣彌蔓全地，輸入如洪水之氾濫，輸出則毫無進展，破產者與失業者續出，預算上的赤字，尤無法克服，這是法國經濟最大的癥結，較之放棄金本位的國家，相距甚遠。去年九月至十月間，雖曾約同金本位制國家，舉行金本位集團會議，約定互相設法幫助，以對付金集團的危機，實行互惠關稅，以及增加集團間的貿易等等，結果仍無助於法國經濟的復興。故法國國內的專門家學者們，有主張非寬更徹底的補救方法不可。實際上，徹底的補救的方法，除貨幣貶價與緊縮政策外，別無其他。

貨幣貶價，去年七月間財長波爾勒拿，曾發表此項意見，積極主張救助法國經濟的危機，不應以緊縮政策為規律，而應實行貨幣貶價，當時因世界的經濟界，尚能保持小康的狀況，而英美諸國又有安定通貨之表示，故贊成者甚少，波爾勒拿案，遂無形擱置，但是最近的形勢，既使以緊縮政策為唯一救星，法國經濟，益陷於不可收拾的田地，而貨幣貶價的意見，便更有價值一顧的價值了。本年開始，在充滿悲憤新禧的空氣的巴黎中，波爾勒拿氏（現已辭財長職）突然舊事重提，高倡法國不實行貨幣貶價，則經濟有更大的危險，論調頗激烈。當此金本位制崩，正沈溺於茫茫無際的大海中，波氏之說有如一束枯柴，明知不是偉大的救星，但不少趨之若鶩，可是反對者仍然不遺餘力的反對，兩者間爭鬭甚烈，形成經濟界新年的特殊風景，我們從這論爭中，可以見着法國經濟之如何紛亂與如何急在圖謀救濟了。據反

外貨，即是仿造外貨，也難辦到。其時交通日便，風氣開通，人民物質的享用，日見增奢，而外貨的消行益廣，入超之原因即在此處。

第二是外商活躍時代。自光緒二十一年至二十八年，那時中國受甲午之創痛，元氣大傷，華商能力極薄，加以政府許外人在通商口岸有設廠權，於是外人在華陸續設廠經商，那時的勢力，以英國為第一，美國次之，德日法等又次之，如怡和，老公茂，鴻源等，均為英人所設，而日本之東華，德國之瑞記，亦繼之而起。英美商人更在上海分設公司洋行，為經營進出口之貿易，臥榻之旁，一任他人鼾睡，於是而上海之商業，便失獨立的精神，上海人之利權，便不易挽回矣。

第三是政府獎勵時代。自光緒二十九年至宣統三年，那時滿清政府的政治，固不敢恭維，可是對於工商業的獎勵，却不遺餘力，一掃數千年賤商的陋習，官吏提倡於上，紳商響應於下，收回權利之聲，遍於國內，風發雲湧，舉國商業，顯有振作的氣象。三十一年因美禁華工，便有抵制美貨之舉，提倡國貨的聲浪，便從這時發生。當時上海商業的進展很速，公司，商號設立註冊者特多。不過美中不足的，外商銀行和洋行等，也在那時繼續增高，來敲刺我們的骨髓，吮噬我們的肌血。

第四是自動發展的時代。自民國元年以迄二十一年，國內兵事，年年不斷，舉以往政府

獎勵商業政策的成績，專行摧毀，官吏的不可恃，已為社會所公認；覺悟所及，激刺所生，遂養成商人自動發展的能力。初乘歐戰的機會，繼賴國人愛國心的奮發，困苦艱難，獨立自振，那時的工商業，蓬蓬勃勃，確有可觀。而商人的眼光，也和以前不同。在補助與媒介商業上，最堪紀載的，一為華商的銀行，二為華商的交易所，一足以替代壟斷金融市場的外商銀行，一足以抵制操縱市面的日商取引所，而棉織與麵粉業絲業的隆盛，雖為時不多，但此中利權的挽回，何可勝計。這種地方，不能不歸功於一般有大魄力大手腕的實業界巨子。

第五是商業不景氣時代。自「一九一八」以後，上海商業上絕大消費市場之東三省，既非吾有，「一二八」之役，更創巨痛深，同時農村衰落，一般人的購買力萬分薄弱，加以連年苛捐雜稅的剝削，同業競爭跌價的結果，以及組織管理的疏懈，在二十一年中，已外強中乾，勉強維持；中間以國人抵貨的熱烈，新興了許多國貨公司，國貨工廠的營業，賴以維持。一到二十二年露筋見骨，窮態畢露，全市閉歇的商店，據中國徵信所的調查，計有二百五十家。及至二十三年，白銀風潮，奔騰澎湃，情形更壞，棉紗業十之八九都屬虧本，絲業更一蹶不振，麵粉業也是無利可圖，而綢緞業又大多數折本很大；此外如像膠業，熱水瓶業，電木業等，均呈破產之趨勢。以致具有悠久歷史

對者的意見。謂法國與美國不同，絕不能做美國之貶價，美國國民大部分，負着少數大財團的高利債務，貨幣貶價，大多數的國民，因而可得莫大的恩惠，至於法國國民的大部分，擁有甚大的國債，對國家實為一個債權者，如實行貨幣貶價，對於國庫，雖有利益，而結果却是大多數國民犧牲的收穫，且法國的佛郎，早已貶價五分之一，再事貶價，不僅不能得國民的擁護，抑且將陷社會於混亂。反對論者又以法國不僅沒有美國那樣巨額的民間債務，且沒有英國那樣多數的失業者，日本那樣缺乏資源等為理由，堅持貨幣貶價，不僅非上策，實為絕對不可行的暴論，此時惟有均衡預算，節省國費，減低生產費等路線，才是救濟法國經濟的真正方法。

反對者的意見，說來真不頭頭是道，但是事實終歸歸於縮緊政策執行以來，尤其用最大的力量，實行增稅，減俸，節省等政策的結果，更增大其產業恐慌，生產減少，物價低落，貿易不振失業增加等現象。

法國的財政預算(單位百萬元佛郎)

年份	歲入	歲出	餘剩與不敷
一九二九年	五八、五六一	四一、三六六	(十) 一三、一九五
一九三〇年	五〇、九八九	四一、三九八	(十) 五九一
一九三一年	五〇、六四三	四一、三九八	(十) 二
一九三二年	四五、六四六	四一、三九八	(十) 四、八四一
一九三三年	四八、四八七	四一、三九八	(十) 一、八八一
一九三四年	四八、三六一	四一、三九八	(十) 一、八八一

法國的赤字，在緊縮政策之下，從前年度的四十八億佛郎，減為去年度的十八億佛郎，雖然減少，但仍不能不說是很大的數目，本年度的預算，雖作成出入相符的均衡數字，但是實行起來，誰都知道仍必不能離開赤字的。至於生產，則惟有向後衰退。

的商店，如老九章綢緞店，（現又復業）集成藥房，泰豐罐頭公司等，均須清理賬目，銀折開至六角之高，為上海自開商埠以來未有之景象，商業的不景氣，可算達於極點。可是二三年來，商業既這樣的衰頹，而銀行獨畸形的發達，大銀行吸收易而放出難，不免有膨脹之憂；小銀行資本小而風險大，時作孤注一擲之舉；結果本年銀行的恐慌潮流，亦復波及，五華、儉德、永安銀公司、華僑信託公司已開其端。今日嘉華銀行，又以擱淺聞，此不祥的二十三年，雖已過去，二十四年的不景氣能否減少，誰敢保證呢？

總之上海的商業，始終在失敗中過生活，極少抬頭的日子。推其失敗的原因，約有四種，此後要想復興起來，也只有從這幾種方面用工夫。

第一資本太小而利息太大。上海商業的通病，不論公司工廠，都是感到資力的薄弱，和資金的分散，設一公司，開一工廠，因固定資本的太巨，遂致流動資本無法周轉，結果只有靠存款，靠銀行、錢莊往來，因行莊的利息太高，由是影響到成本，而不易獲利。

第二投機心的旺盛。最足為上海經營商業者之障礙，無過於投機心。辦公室的不在推銷上用工夫，而只知投機，辦公室的不知在製造上用工夫，而一味投機。須知不論什麼人，不論什麼業，苟主持的人，天天沽業外之名，

謀業外之利，則其業必敗；為商人而視事業為兒戲，視機關為傳舍，日想從外國匯兌標金與交易所中取得分外之財為目的，即倒閉擱淺，當然難免。

第三是組織管理的疏懈。商業的經營，貴有周密的組織，與科學的管理，而後事有專責，人無廢間，成本可以減輕，出品可以精美，一切無謂的浪費，意外的損失，也可避免，這是最要注意。譬如人員在雇用，進來時，固須致驗，在工作時也要稽查，同一工作，用二十人。可以做四十人的事，這便是合算，便易盈利了。

第四推銷的不得其法，無論製造和販賣，最要緊的，莫過於顧客的繁多，而後營業額可以增進。中國商人向來不很注意於此，以故一切外商競爭，着着失敗，大凡招攬主顧，對付客人，都靠學問，都該研究；廣告宣傳，裝璜式樣，乃至商標的選擇，成本的估計，價值的確定，商品的頂真，在在與信用攸關。如果對外貿易，還須研究各國民的愛好風俗，以迎合他們的心理，在這外貨傾銷的市場，紛紜複雜的社會，豈是眼短識淺的商人，足以取勝外商，居於不敗的地位嗎？

法國工業生產指數

一九二八年	一〇〇
一九二九年	一〇九·四
一九三〇年	一一〇·二
一九三一年	九七·六
一九三二年	七五·六
一九三三年	八四·三
一九三四年一月	八三·五
二月	八二·七
三月	八一·九
四月	八一·一
五月	七九·五
六月	七八·〇
七月	七七·二
八月	七六·四
九月	七四·八

去年一月至九月，法國工業生產的後退，月逐一月，此種現象，以及後退的程度，實為最近其他各國所未有，工業生產之後退，乃失業增加最大的原因，茲將失業數目列表如下：

法國失業者數	一〇、〇五三
一九二九年平均	一三、八五九
一九三〇年平均	七五、二一五
一九三一年平均	三〇八、〇九六
一九三二年平均	三〇七、一七九
一九三三年平均	三六七、二一二
一九三四年平均	三八三、九〇一
一九三四年二月	三七九、三六一
三月	三六九、一〇〇
四月	三五四、六九四
五月	三四九、三一四
六月	三五〇、四二八
七月	三五七、六七二
八月	三五六、六六七
九月	三五六、六六七

（據法國統計局統計）

如何決定上海匯往英美日的匯價

張審之

關於匯兌的作用與任務，知者甚多，但匯兌的價格如何決定，則有不少人不清楚，譬如國幣一百元為什麼可換日幣一百廿圓？美金廿五元為什麼可換國幣一百元？此中道理，一般人都不很理解。

自然匯兌的價格，與國際的政治經濟有密切的關係，政局的變化，金銀的流動狀況，需要與供給的能否均衡，以及投機操縱等作用，都有影響於匯兌價格的漲跌。現在我們暫請放棄理論上的說明，只將上海對英，對美，對日的匯兌價格，實際上如何決定的問題，略作簡單的解釋。

上海匯往倫敦的價格，因中國國幣是銀，與英的金，單位不同，故有換算之必要，此項換算通常以上海的金價為基礎，但也有以倫敦的銀價為基礎的。換算可採用金或銀為基礎，就是因為實際上可由上海運銀塊往倫敦以購買英金，同樣可由倫敦運英金來上海以購買銀塊的緣故。這種關係就是換算的基礎觀念。

中國的新幣制規定每元純銀量為二三·四九四五克蘭姆，約值倫敦標準銀塊的純銀〇·九二五卷斯，故兩者的比率，便得如次的連鎖法：

$$x \text{ 便士} = 1 \text{ 元}$$

$$1 \text{ 元} = 23.49345 \text{ 克蘭姆}$$

$$31.1035 \text{ 克蘭姆} = 1 \text{ Troy 卷斯}$$

$$0.925 \text{ 卷斯} = \text{倫敦的銀塊價}$$

$$\therefore x = \frac{23.49345}{31.1035 \times 0.925} = 0.8165744$$

從上的方程式中，可知倫敦銀塊為一單位的話，上海一元即等於〇·八一六五七四四，故倫敦銀塊的價格，如果係一十八便士半，則一元的銀塊價格，即為：

$$18 \frac{1}{2} \text{ 便士} \times 0.8165744 = 15.106626 \text{ 便士}$$

(約值一先三便士八分之一弱)

即上海匯往倫敦的匯價，常以倫敦的銀塊價格乘〇·八一六五七四四的常數而決定。如果倫敦的銀塊價格為一十八便士半，則上海每元即等於一先三又八分之一便士。這是理論上的等價，但銀行的匯價，常較此數略有高低，這是因為要加上鑄造費，利息，手續費，運送費等的緣故。

上海匯往紐約的匯價，決定的基礎，一由於上海匯往倫敦的匯價，一由英美間匯價(Cross rate)的變動為標準的。假如上海匯往倫敦的匯價為一先三便士四分之一，英美的匯價為四元五十六先四分之一，則上海每百元

失業者的數字，其間雖有多少高低，但仍為巨大的數目，而且這是政府方面的公報，實際上恐不止此數。

物價因受固守金本位的關係，變動尤烈，現將法國國內物品與輸入品，分別比較如次。物價指數(據統計局調查，一九一四年七月為一〇〇)。

年份	批發	零售	實	生活費
一九二九年	六二三	六二一	五五六	
一九三〇年	五四三	六一八	五八一	
一九三一年	四六三	九〇九	五六九	
一九三二年	四〇七	五四六	五二六	
一九三三年	三八八	五一九	五二〇	
一九三四年	三七四	五〇〇	五二二	
一月至八月				

法國與外國貨的物價指數(同上)

年份	法國貨	外國貨
一九二九年	六三五	六〇二
一九三〇年	五九一	四五八
一九三一年	五二七	三四四
一九三二年	四六八	二九八
一九三三年	四三四	三〇六
一九三四年	四一七	二九六
一至八月		
上年同期	四三五	三〇九

法國出品的高貴，而外國的輸入品則日見廉賤，這不僅說明不放棄金本位的法國，生產較他國繁重，同時說明法國商品不能與他國作市場的競爭，且本國市場亦將為外國所侵奪。我們看法國的入超數額，便可明白。

據一九三四年十二月十九日巴黎統計局發表，法國對外貿易有如下表：

年份	輸出	輸入
一九二九年	五〇、一三三、一五一	五八、二二〇、六二二
一九三〇年	八、〇八一、四七一	五二、五一〇、八二二

匯往紐約，可得若干呢？

$$x \text{ 金元} = 100 \text{ 元}$$

$$1 \text{ 元} = 15.25 \text{ 便士}$$

$$240 \text{ 便士} = 4 \text{ 金元 } 56.25$$

$$\therefore x = \frac{100 \times 15.25 \times 456.25}{240} = 28 \text{ 金元 } 99 \text{ 先令}$$

即上海一百元可匯至紐約二十八金元九十九先令。

其次另有一種決定法，即以紐約的銀塊價為決定上海匯往紐約的匯價的方法。譬如紐約的銀塊，單位約〇·九九九泰斯。中國一元又等於二三·九三四五克蘭姆。故：

$$x \text{ 金元} = 100 \text{ 元}$$

$$1 \text{ 元} = 23.49345 \text{ 克蘭姆}$$

$$31.1035 \text{ 克蘭姆} = 1 \text{ Trog 泰斯}$$

$$0.999 \text{ 泰斯} = \text{紐約的銀塊價}$$

$$\therefore x = \frac{23.49345}{31.1035 \times 0.999} = 0.756087$$

紐約銀塊如果是一的話，中國一元便等於〇·七五六〇八七，但還須加上雜費，故

$$\text{理論的常數} = 0.756087$$

$$\text{製造費 } 2\frac{1}{4}\% = 0.017012$$

$$\text{手續費及利息 } 1\% + 0.007561 = 0.780660$$

故常數有〇·七八〇六六〇，紐約的銀塊價乘此常數，即為上海匯往紐約的價目，計：

$$87 \text{ 先} \times 0.780660 = 28.88442 \text{ 先}$$

上海一百元匯往紐約可得二十八金元八十八先四四二，這就是以紐約銀塊價為標準，而求得的上海匯紐約的匯價。

★ ★ ★

上海匯兌日本的匯價，常以上海倫敦間的匯價，和倫敦日本間的匯價為標準，有時也有以上海紐約間，和紐約日本間的匯價為標準的，但最近多以後者為基礎。且因為上海倫敦間或紐約間的匯兌都受銀塊價的變動而變動，故上海日本間的匯兌，受銀塊價的影響最多。

現在假定上海匯往紐約每百元匯價為二十八金元又四分之三，日本匯往紐約每百元匯價二十六金元又四分之一，則上海每百元匯往日本的價格為：

$$x \text{ 圓} = 100 \text{ 元}$$

$$100 \text{ 元} = 28 \text{ 金元} \frac{3}{4}$$

$$26 \text{ 金元} \frac{1}{4} = 100 \text{ 圓}$$

$$\therefore x = \frac{100 \times 28.75 \times 100}{100 \times 26.25} = 109 \text{ 圓 } 52$$

上海一百元，由上方程式看來，即可匯至日本得一百零九圓五角二分。

年份	月份	種類	金額
一九三一年	一月至十一月	輸出	四二、八三五、二二一
		入超	九、六七五、五九一
一九三二年	一月至十一月	輸出	四二、二〇五、八三〇
		入超	三〇、四三五、七九四
一九三三年	一月至十一月	輸出	一一、七七〇、〇三六
		入超	二九、八〇七、三七五
一九三三年	一月至十一月	輸出	一九、七〇五、四六五
		入超	一〇、一〇二、九一〇
一九三三年	一月至十一月	輸出	二八、四二五、四一〇
		入超	一八、四三三、一五四
一九三四年	一月至十一月	輸出	九、九九二、二五六
		入超	二一、二四一、〇〇〇
一九三四年	一月至十一月	輸出	一六、二四三、〇〇〇
		入超	四、九九八、〇〇〇
一九三四年	一月至十一月	輸出	二六、一二七、〇〇〇
		入超	一六、七七三、〇〇〇
一九三四年	一月至十一月	輸出	九、三五四、〇〇〇
		入超	九、三五四、〇〇〇

備考

年份	月份	種類	金額
一九三三年十一月	十一月	輸出	一、六八三、〇〇〇
		入超	六〇五、〇〇〇
一九三四年八月	八月	輸出	一、六七二、〇〇〇
		入超	一、三九一、〇〇〇
一九三四年九月	九月	輸出	二八一、〇〇〇
		入超	二八一、〇〇〇
一九三四年九月	九月	輸出	一、六五三、〇〇〇
		入超	一、五一一、〇〇〇
一九三四年十月	十月	輸出	一、三九五、〇〇〇
		入超	一、三九五、〇〇〇
一九三四年十月	十月	輸出	一、五六五、〇〇〇
		入超	二、三〇〇、〇〇〇
一九三四年十一月	十一月	輸出	一、七九三、〇〇〇
		入超	一、七九三、〇〇〇
一九三四年十一月	十一月	輸出	一、六一九、〇〇〇
		入超	一、七四〇、〇〇〇

輸入仍保持現狀，而輸出則每况愈下，且這是以貨幣而計算的，假如以數量為標準，則出入相差之大，當更厲害了。法國本來有一

交易所論（續）

吳力生

證券交易的本質——投機交易

前面已經說過，證券交易的本質，必然是投機的。證券本身原是可以買賣的東西。在這意義上說，它也就是爲了營利（一切的買賣都是爲營利）而買賣的對象物，但是這裏毫無生產和消費的性質。爲了要賺他人的錢，在這賺他人錢的目的之下，取得證券，買賣證券。而且什麼時候都可以買賣；就是到了最後的投資家之手，也依然可以買賣。買賣一事，原則上必與營利相關聯，價賤可買，價漲則賣，在這轉手之間的差額，即是所得的利益。有買賣必有利益，有利益，必以這利益爲目的而進行買賣。利益既然就是買賣轉手之間所生的差額，於是也就必然產生所謂「差額買賣」。這一點，與普通商品的買賣有點不同。米田農家生產出來，順次經數手而至消費者，米固然是這流通着，但有種場合，並非爲了營利也只得流通，而且應該流通。因爲人沒有米，便不能生活；所以其生產和流通的第一義是爲消費，不是爲營利；既然生產了，必須設法流通到消費者之手。然而，有價證券的買賣，其目的總是爲了營利，不是爲了消費；沒有營利的目的，也就不會產生買賣。

可是這營利的目的也可以有兩種場合，一種目的是爲獲得有價證券本身的收益（例如股

票的紅利等），一種是要在買賣的差額中間獲得利益。前一種名曰投資，後一種名曰投機。行投資之人曰投資家，行投機之人曰投機者。有時當初是爲投資，後來見市面上把證券賣却有利可圖時，也許把它賣却的，乃至後來反復把它買進也說不定；是即所謂投機的投資家。投資家，投機者，和投機的投資家三者表面上雖可如是區別開來，但是實際上也許投機者變爲投資家，也許投資家變爲投機者或投機的投資家，都是沒有一定的，所以這區別並無嚴密的性質。大家都無非是爲了賺錢；不過手段不同罷了。

如果要想在買賣的差額中得利，那末如前所述，必須行投機交易。又，實際上也正因有行投機交易的人，纔能產生富於消化力及包容力的市場。投機者見價廉必買，見價漲必賣。某方有得賣，投機者必視行情而爲買方；某方要買，投機者便又各視行情而爲賣方。不然，如果大家都是單純的投資家，便不能這樣敏捷地作買賣；正因爲有投機者存在，故投資家需要物品時，隨時有賣的人；要賣却物品時，也隨時有買的人。總之，市場之所以能產生非常大的包容力及消化力，完全是因爲隨時有視行情而作進退的對方——即投機者——存在的緣故。這樣看來，證券交易所的交易，或證

據旅客的消費，可以收入。但最近因金價的關係，旅行者突見減少，一九三一年外國旅行者，在法國消費爲六十億佛郎，一九三二年和一九三三年，均減爲三十億佛郎，只有一九三一年的半額，加以巨額的入超，故國際收支，驟失平衡，結果不能不支出巨額的資金於外國，一九三二年資金流出外國，爲數之鉅，達四十億佛郎，一九三三年亦達二十九億佛郎之多。在這種情形之下，爲求補救計，便不得不提高關稅，採取「輸入比額制」(quota system) 以及其他各種人爲的運用，然而結果貿易更見萎縮。上列各表的數字，其中雖有部分略見好轉，但談不上恢復，且爲數至微，雖不能與英美作相對的比較，英美的景氣從數字上看，已有好轉的機運，但實際上仍然陷在恐慌的漩渦中，數字上一般未見好轉的法國，其更在恐慌的漩渦中呻吟，自更顯而易見。法國的經濟既受如此重大的打擊，尤其巨額的資金的流出，必大大減少其金的保有量，可是事實恰恰相反，金的保有量，反能保持增加的趨勢。

法國銀行金保有額的增加（據法國銀行週報，單位爲百萬佛郎）

一九二九年	四一、六六八
一九三〇年	五三、五七八
一九三一年	六八、八六三
一九三二年	八三、〇一七
一九三三年	七七、〇九八
一九三四年一月	七七、〇五五
二月	七三、九七一
三月	七四、六一三
四月	七五、七五六
五月	七七、四六六
六月	七九、五九八
七月	八〇、二五二
八月	八二、〇三七
九月	八二、二八一

券交易，必然是投機的交易。

證券交易沒有定期交貨的性質

就一般的投機交易說，普通均規定經一定的期間交貨，在這期間內行市如有變動，可藉轉賣，或買回，以得買賣轉手間之利益。是即所謂「定期交易」，在日本又稱長期清算交易。而有價證券的交易，本質上不具此種長期開的性質。米麥，棉紗等的交易，本質上必然具有在某一定期間後交貨的性質，這所交之貨，即所謂「期貨」。某紗廠要買棉花，但目下還沒有得用，它要買二個月以後用的棉花，同時因為向它定製棉紗的定貨者已經在當時言定棉紗的價錢，所以不得不以現在的棉價買棉，但二個月之後的棉價或漲或落現在不能預料，總之要買很大的險，於是必然發生定期交貨的契約。像日本的米交易，普通是以三個月為一期，一直到現在還是如此，據說這三個月的來歷，是因為昔日大阪沒有米倉的時代，諸候由各屬地運米到大阪出賣，以這筆錢支付一番財政的開支；但是有時一番財政窮乏，需費孔急，同時又沒有存米可賣，想把由各領地運來而尚在途中的米提先出賣，於是與商家訂定一月後或二月後交貨的契約；而在大阪置有米倉的諸候中，領地最遠的須三個月始能抵大阪，因此遂規定三個月為最長的交貨期間。大抵無論那一國，農產物的期貨交易，都是以此種自然的流通期間為標準的。

有價證券的投機交易，本質上完全沒有先行買賣，約期交貨的必要；因為證券一物根本不是消費的物品，其流通亦不須經過幾多時間。所以證券交易所的投機交易，不必是長期的期貨交易，而往往是投機的臨時交易，今日買賣，明日清算，乃至相隔數小時而行清算者，固亦有之。

投機交易的大量性

做投機交易的，大都是想在買賣之間獲厚利的人，所以非作大量的交易不可。每一單位物品也不過獲利五元六元。若作一千個一萬個的買賣，便可賺一千元一萬元了。總之，交易數量愈大，獲利亦愈大。但是做大量的買賣，是需要大量的資本及物品的。而投機者往往都沒有這樣巨大的資力，同時他們有一千元資本的，又往往想做一萬十萬的買賣，有一萬的，想做十萬百萬的買賣，總想以僅少的資本做很大的生意，而從中多多取利。自己的資力果有不足，於是去借他人的資本及證券以為周轉；或者約期交割。

投機交易是信用交易

由上觀之，證券交易，必然地與貨幣信用及證券信用二事相關聯。如果這社會及市場確立了貨幣信用及證券信用的制度，那末就無採用什麼長期的定期交易及清算交易之方式的必要，可以自由地實行投機交易了。今舉例說明於次。

十月 / 八二、四七六
因為法國銀行金額之增加，故法國銀行的準備金，亦得到相對的增加。使金的信用，得以暫時維持。
據法國銀行週報去年十二月廿八日的統計
(單位百萬佛郎)

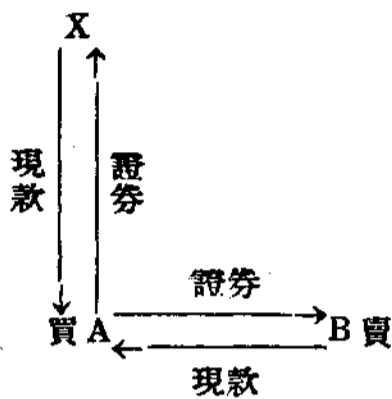
一九三四年	準備金	八二、三二四
十二月廿八日	紙幣流通額	八二、二二四
上年同期	準備率	七七、六一三
	紙幣流通額	八三、四一一
	準備率	八二、六一三
	準備率	九五、五%
	準備率	九三、三%

一九三四年	準備金	八二、三二四
十二月廿七日	紙幣流通額	八一、二九〇
	準備率	一〇一、三%
十四日	準備金	八二、三三三
	紙幣流通額	八〇、九〇五
	準備率	一〇一、六%
廿一日	準備金	八一、二二三
	紙幣流通額	八一、五五三
	準備率	一〇〇、七%

金保有額能維持現狀，表面看來，容許可說是法國經濟上的健全性，然而實際上却是法國經濟的弱點。我們如果明白法國所以能維持此現象的原因，第一在於以其他的產業部門為犧牲；第二在於過去的蓄積的話，則我們對於法國經濟的健全性，當不敢樂觀了。法國銀行，在幾年前共積蓄有金額二百億之多，故能有力補償現在的損失，維持金本位制。而且金貨幣之有信用以及其價格的穩定，其本身即為獎勵人民貯藏金貨幣之方法，據說現在法國的紙幣被死藏的，有二百五十億至三百億佛郎之多，金被死藏的，亦有一百億佛郎之鉅。
反對貨幣貶價的人，就以這項畸形的現象，為根據的中心，然而緊縮政策不能救濟法國的危機，已有事實可證，前面所說的生產萎縮

多頭投機的方法

凡是做多頭證券投機的人，必先預測他日證券價格要升漲。在未升漲之前，以自認為便宜的價格大量地買進；可是一時自己資力不足，只得向他人借，借錢不能沒有担保品，於是，一手將借來的錢去買證券，一手馬上將這買進的證券給債權人作抵押。這樣經過一月或半月後，證券價格果然升漲了，於是將這已在抵押中的證券賣却，收回現款而還給債權人，其中所得利益則歸於自己。這樣，多頭投機的過程便算完了。茲以圖示之如下，當更覺明瞭；如下：



A 為買方，B 為賣方，證券向買方行，現款向賣方行。A 因無現款，乃由第三者之 X 借來交與 B，同時將證券交與 X 作為抵押。假定當時係以百元之價買進，價漲一百一十元後，即將證券賣給其他之人，所得一百一十元之款，以百元還之 X，十元歸自己所得。

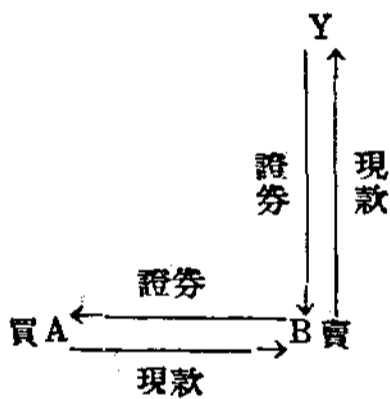
不過，這裏流通的技術上有一點兒問題，就是 A 要把證券賣却時，那證券是已經交給 X

作為抵押的，你要拿 X 的證券，必先還他錢；而這買這證券的 C，又必先見證券然後付價；

在這交割的先後之間，在 A 的方面是頗感困難的。於是在美國又發生了一種特別的制度，就是以前所抵押的保證支票交與 X 作為担保，取回先前所抵押的證券賣與 C，從 C 取來代價再還之 X，同時取回保證支票；不過這方法，必須 A 在銀行有存款才行。如果沒有存款，好在時間很短，用其他方式的信用担保亦無不可。現在各國的證券交易，關於此點大體上已經均有便利的方法可行，沒有什麼問題了。總而言之，借錢做買賣，買賤賣貴，在此轉手之間而得利，這是多頭投機者的原則。

空頭的投機方法

空頭的情況亦是一樣。不過以前例的 B 為主體，而 B 因無證券可賣，乃向第三者的 Y 借來，賣給 A；而由 A 方所取來之現款付與 Y 作為代價。這 Y 一方面是證券的貸方，反面也可說是現款的借方。



，貿易不振、失業增加等等，都為反對者所不能推翻的事實。

最近佛蘭寧內閣，擬效法英國利用低利金的方法，一面整理金融，希圖收到克服經濟危機的效果。去年年底巴黎特電，謂法政府決起債一百二十億佛郎至一百五十億佛郎，令法國銀行，做英國銀行的辦法，接受財部的證券為準備，而發出紙幣，此項政策，以法國銀行的資產狀態看來，政府相信絕有實現的可能，但該行總理對政府的計劃不大同意。（日本國際經濟週報第十六卷第二號）。而政府的主張，又有非貫徹不可之勢，且輿論方面，也傾向政府的主張，願為政府後盾。這樣看來，起債的計劃，勢必實行。然而做英國利用低利金資，以及多發紙幣，實際上無非通貨膨脹的開始。法國銀行總理摩勒氏，本為固執緊縮政策之一人，對政府的膨脹政策，不遺餘力的反對。結果與政府發生正面衝突，於是便不能不辭職，據巴黎本年一月二日電，謂法政府現已委任湯尼里繼任該行總理，由是看來，政府的計劃，絕不妥協，自屬明顯，茲將法政府進行該計劃的意見，略述如下：

(一) 法國財部發出證券二百億佛郎，以抵扣為條件，由法國銀行負責，轉借與其他私立銀行。

(二) 結果雖不免有通貨膨脹的現象，但可盡量放低金利，使其無其他憂慮與物價騰貴的危險。

(三) 自然這是出於萬不得已的計劃，政府鑒於募集長期公債的困難，故有出此，此外政府絕無可以克服一九三五年財政危機的方法。

(四) 摩理總理所反對的財部發行證券，在一九二六年，本是金科玉律，可是到現在却成為保守的迷信了，這是摩理總理完全忽視法國客觀情勢的事實。

爲什麼Y要把證券給B的呢，因如此將證券市場於是產生。

券作抵押向銀行借款爲比較有利。一百元的東西，拿到銀行去作抵押，只能借到七十元八十元現款，然而將證券借給做空頭投機的人，却可以收回與市價一致的現款。因此，才常有願將證券借給做空頭投機的人。尤其在公司的股東大會中，爲要左右一切決議案，比較大的股東總是需要補充相當的股票的；於是代價向他人借來。既有借者，又有貸者，證券的貸借

市場於是產生。這樣看來，所謂證券買賣市場，一方面是資金的短期借貸市場，他方面是證券的貸借市場，就是說，這市場有時可在交易所內，有時亦可在交易所外。這樣，只使不是定期交易，有價證券的投機交易，亦是能夠靈活行之，不會有什麼困難的。而且結果，使金融市場和證券市場是很密切地相互關聯起來了。

本週問雜糧成交總數及最高與最低價格表

標準小麥 三四五車

最高價格一月份三元九角二分，二月份四元〇二分，三月份四元一角七分，四月份四元二角五分。

最低價格一月份三元六角三分，二月份三元八角六分，三月份四元〇一分，四月份四元一角。

標準豆油 四〇〇〇担

最高價格一月份十五元二角五分，二月份十五元四角，三月份十五元三角五分，四月份十五元三角，五月份十五元〇五分。

最低價格一月份十三元六角五分，二月份十三元九角五分，三月份十四元一角，四月份十四元一角五分，五月份十四元四角。

標準車豆 一七一車

最高價格二月份四元〇四分，三月份四元一角四分，四月份四元二角一分。

最低價格二月份三元九角一分，三月份三元九角九分，四月份四元一角。

標準邊餅 一八九〇〇片

最高價格二月份一元六角一分五厘，三月份一元六角五分二厘五毫，四月份一元六角六分，五月份一元六角八分七厘五毫，六月份一元六角九分七厘五毫。

最低價格二月份一元六角一分，三月份一元六角一分七厘五毫，四月份一元六角二分，五月份一元六角四分二厘五毫，六月份一元六角七分。(本表參考「一週問之雜糧」)

(五)將來募集長期公債，政府將做英國的例，採取低金利政策。(巴黎一月二日電日本國際經濟週報第十六卷第二號一二八頁)

法政府此項政策之實行，實爲緊縮政策已歸失敗，而轉向通貨膨脹的暗示。故一般的推測：法國政府本年必實行放棄金本位制，實際上在世界經濟如此不景氣的時候，法國的客觀形勢又如此惡劣，金集團的組織既不能挽救倒的狂瀾，實非放棄金本位不可。據美國某記者推測，本年法國的金流出如政策不改，必較去年增多，即流往美國的，亦必在廿億元，最少也要有十億元之多，故爲保持國際貿易平衡計，除了貨幣貶價或放棄金本位制外，別無他策(一月十二日紐約特電)。

然而堅持緊縮政策的法國銀行總理既去職，且法國政府既採取低金利政策，必繼之而放棄金本位制，自極明顯，不在此時，現任財長馬爾丹氏，突然發出法國依然維持金本位的聲明。謂：「本內閣依然沿襲一九二六年彭古舉國一致內閣的財政更生政策，此次法國銀行總理的調換，絕非政策之變動，摩勒總理堅持擁護佛郎的原則，新總理湯尼里必能繼續實行，關於金本位制問題，湯尼里總理與我完全同一立場，我們有絕對維持金本位的決意，關於此點，國人實無作杞人憂天之必要」(一月二日巴黎電)

馬爾丹財長這項聲明，與起價的聲明，比較一下，不僅不能使我們相信法政府有維持金本位的決意，恰恰相反，法政府本年實有決行放棄金本位制的可能，否則法國經濟的危機將無從得一時的救濟。若然，不僅是金本位制崩潰的決定要素，影響於全世界的經濟尤爲重大。這是一九三九年的世界經濟中值得最大注意的事件。

——張書之——

一週間之紗花(一月十四日至十九日) 陳濟成

近年來，紗廠家受花貴紗賤之影響甚深。申新廠變動於前，溥益廠閉歇於後；而在此廢曆年關；各廠又有提早停工及展緩開車之議；棉紗出數減少，價格似可增加。惟日紗猛烈傾銷，四十二支日紗竟較同支華紗跌至三十元以上，即二十支紗亦有小至十餘元者；不特華北紗市，全被日商侵奪，而滬上紗價，亦受其影響，未能起色。紗市既不能振作，而滬上中外棉花，常積存在六十萬擔以上，市價更形無力。本月初，海外棉市回漲，木埠洋拆已鬆，買氣有力；紗花市價，尙能穩定，復以美棉限制一九三五年產額爲一千零五十萬包，國外棉市，俱見高昂。本埠亦以交割期近，合格棉花，尙屬寥寥；故本月份花價漲勢尤勁。惟至周末，察東局勢驟告嚴重；紗花人心虛弱，市面又轉疲軟矣。本周現紗共做開四千餘包，較上周增至一千包左右；中以廣幫進胃最健，占二千八百餘包，雲南長沙內地等幫，各進四五百包；價格較上周稍軟。現花成交九千六百餘件，廠需較上周爲佳。紗交期貨二十支金雞標準紗共成交七萬四千五百包，較上周增八千七百包；最高價爲六月份之一百八十九元九角，較上周跌二角；最低價爲一月份之一百八十三元二角，與上周同，國產細絨標準花共成交二十八萬一千五百擔，較上周增八萬九千一百擔；最高價爲六月份之三十八元二角，較上周小二角；最低價爲一月份之三十六元二角，與上周同。

一週間之債市(一月十四日至十九日) 惲藝超

本週債券市況，十四日至十七日完全在盤旋之下，十八十九兩日，因察事緊急，稍呈活躍，價格下降，綜觀市況：銀市一層，雖鬆者自鬆；緊者仍緊，但銀根究已步鬆，洋拆劇烈回小；現銀運滬，數批到達；銀行救濟款亦放出。上週攸關債市榮辱之銀根問題，本週似已無足輕重。惟市況久已清閑，價格徘徊不已，大結束期關

將至，多空散戶均形浮弱，稍有細故，即易震動。以故日人侵察，雖事件並未擴大，而多方了結；空方乘勢壓迫；以致逐步下降。較上週竟有一元四五角之相差。茲將本週市況，逐日記載如左：

十四日 本日債價，環瑜互見，盤旋略疲。蓋以大戶觀望，進出寥寥。本日以一月份裁兵跌三角；正六漲三角爲最鉅；其餘或漲或跌，互有軒輊，不出一二角之間也。

十五日趨勢平和，徘徊不已；銀根步鬆，已不足引人注意。交易清淡，每盤上落，往往祇有五分一角之間。三五萬成交，便生提抑之效；除編遣關稅，各微漲外；其餘均小五分至四角半。

十六日 本日情況，續如昨日。套利交易稍有成交；趨勢微緊；浮空趨向了結。逐盤抵補，微形回漲。統計漲多跌少，而上下不過在一二角之間也。

十七日 本日趨勢，仍在混沌空氣所籠罩中。價格逐疲，市氣呆定。經紀人之交易，亦無大宗成交足記。內以廿二關，廿三關拋出稍多。故亦以下月份廿二關小四角爲最鉅；餘如下月期捲菸，本下月統稅，下月鹽稅，本月金短，本月廿二關，均各小三角。

十八日 今日市場，忽起騷動。蓋以日軍侵察，漸成事實。人心恐怖，場利軋小。晨初開盤卅五號、廿三號、五號、十六號、五十八號等各事出售。裁兵上市突小半元；廿關以次，竟至六七角。幸十一號、五十三號等需要亦般，微形回挺。收盤則自統鹽起，忽起回風。正六且超過今日之跌價。結果除本月份鹽稅，及本下月正六，各微漲五分外，餘概小五分，至五角半。

十九日 察事益趨嚴重，人心異常浮動；客幫靜觀，狀況變爲急轉。了結斬多翻空者亦頗不乏人；雖以洋拆縮小一角，內套利大批成交，不能挽下降之勢。本日市況，賣出者多；僅四號、五十三號、五十四號略有吸收；而趨勢則逐盤加疲，以致下降一角至七角。

本週期貨，共計六千九百五十七萬五千元。

一週間之金市(一月十四日至十九日) 王綏之

本週大條近連期長壹貳五，銀價小壹貳五，倫敦金價大四辦士，美英匯兌小貳分叁柒五，美英匯兌小叁分半，標金以三月份價格計漲五元八角，(掉期多方貼出七元三角)茲將本週情形，略述如下。

週一，大條勿動，銀價小壹貳五，倫敦金價小貳辦士，美英匯兌大叁柒五，標金開盤九百六十四元四角，為當日最高之價，後因大戶傾賣，逐漸下跌至九百五十八元七角之最低價。嗣以中央開現，兼因匯市轉緊，遂復上漲至九百六十四元左右，俄悉孟買銀價報漲，致再回小至九百六十二元以內，收盤為九百六十二元六角，較之上週六跌一元一角。

週二，大條長另六貳五，銀價不動，倫敦金價大叁辦士半，美英匯兌小貳分壹貳五，標金開盤為九百六十二元四角，初稍下跌至九百六十一元七角之最低價，俟悉中央掛牌，先令未動，關金掛大，當即上升至九百六十四元左右，繼因掉期預做，多方貼出之價不鉅，僅在六七元之間，是以人心向上，一時買氣頗旺，步漲至九百六十六元五角之最高價，迨至掉期正式掛牌為七元三角，逐步做至七元七八角，因此稍形回挫，徘徊於九百六十四元與九百六十五元內外，收盤為九百六十三元四角，較之週一略漲八角。

週三，大條續長另六貳五，銀價仍定，倫敦純金價漲五辦士，美英匯兌小壹分柒五，標金開盤九百七十元八角，(為二月份價)，當時大戶勇買，步漲至九百七十六元五角之最高價，後因匯市趨鬆，頓見下挫，盤旋於九百七十二元與九百七十四元內外，相持頗久，終以人心萎疲，賣戶較多，致再漸跌至九百六十九元一角之最低

價，收盤較之週二漲五元柒角。

週四，大條與銀價均定，倫敦金價跌拾辦士，美英匯兌大捌柒五，標金開盤為九百六十七元八角，開後上落不定，初以關金掛小頗多，致盤跌至九百六十六元以下。旋有中央現金續行輸出之消息，而上昇至九百六十九元之外；繼因匯市鬆硬，復步跌至九百六十五元五角之最低價。嗣緣中央開進現貨，當即回漲，兼以匯市轉軟，故買風愈盛，逐漸上漲至九百七十二元八角之最高價，收盤較之週三漲三元七角。

週五，大條長另六貳五，銀價仍定，倫敦金價漲五辦士，美英匯兌大貳五，標金開盤為九百七十二元四角，初因買戶較多，略跌至九百七十一元之內，旋有大戶買進，即步漲至九百七十四元七角之最高價。但以匯市仍屬堅硬，故復逐漸盤跌至九百六十八元八角之最低價，嗣因中央開現，乃再回漲至九百七十一元與九百七十二元左右而盤旋，收盤九百七十一元六角，較之週四跌一元二角。

週六，大條縮另六貳五，銀價再定，倫敦金價大貳辦士半，美英匯兌未動，標金開盤為九百六十九元九角，開後上落甚平，交易清淡，始終徘徊於九百六十九元內外，最高價為九百七十元，最低價為九百六十八元一角。當日相差祇有一元九角之微，收盤為九百六十九元五角，較之週五續跌二元一角。

本週大條脚地，因美國買進，常報堅硬。但就大條之漲度甚微而觀，似美國之購買在緩而不在急也。是以本市金價，亦上落極狹，趨勢平穩；況且大結東期將屆，供求日漸減少；故暫呈停滯之狀態。

以上略述本週滬上之標金市況，茲更將逐日市價及成交條額，附表於後，以便查覽。

月	日	上				午				下				成	午	下	午	
		開	盤	最	高	最	低	收	盤	開	盤	最	高					最
十月	一	九六四·四〇	九六四·四〇	九六四·四〇	九六四·四〇	九六二·八〇	九六二·八〇	九六三·七〇	九六三·七〇	九六三·七〇	九六四·二〇	九六四·二〇	九六一·五〇	九六一·五〇	九六二·六〇	九六二·六〇	二四、三四六	九、八二八
十月	二	九六二·四〇	九六二·四〇	九六六·五〇	九六六·五〇	九六一·七〇	九六三·七〇	九六三·七〇	九六三·七〇	九六三·七〇	九六四·〇〇	九六四·〇〇	九六三·〇〇	九六三·〇〇	九六三·四〇	九六三·四〇	一六、九八九	三五、九九四
十月	三	九七〇·八〇	九七〇·八〇	九七六·五〇	九七六·五〇	九六九·一〇	九六九·一〇	九六八·一〇	九六八·一〇	九六八·一〇	九七二·八〇	九七二·八〇	九六五·五〇	九六五·五〇	九七二·八〇	九七二·八〇	一九、八四五	一八、〇五三
十月	四	九六七·八〇	九六七·八〇	九六九·四〇	九六九·四〇	九六五·七〇	九六五·七〇	九六八·〇〇	九六八·〇〇	九六八·一〇	九七二·八〇	九七二·八〇	九七〇·三〇	九七〇·三〇	九七二·八〇	九七二·八〇	三〇、六五三	一一、六四一
十月	五	九七二·四〇	九七二·四〇	九七四·七〇	九七四·七〇	九六八·八〇	九六八·八〇	九六九·六〇	九六九·六〇	九六九·六〇	九七二·五〇	九七二·五〇	九七〇·三〇	九七〇·三〇	九七二·五〇	九七二·五〇	一五、四五六	
十月	六	九六九·九〇	九六九·九〇	九七〇·〇〇	九七〇·〇〇	九六八·一〇	九六八·一〇	九六九·五〇	九六九·五〇									

一週間之雜糧 (一月十四日至十九日) 徐香嚴

麥，星期一、二，(十四、十五日)承上週疲風，且以洋麥報價步落，洋商求售甚力，粉市又趨回小，故人心均趨軟勢，市場賣氣甚旺，市面遂致不能站住。星期三，(十六日)上午開市，因國外電訊報跌甚鉅，美麥突落元餘，故麥亦小六角及二角不等，以致開價頗軟，惟市上謠言洋麥加稅即將實現；又見粉市上升，午後進胃忽健，補空亦暢，雖會數度上落，然遠期已見堅挺。星期四，(十七日)國外洋麥報價四五角，午前開市後，近遠期均漲三四分，市上人心，本可轉好，為因現洋麥洋商賤價求售；而市上又有續定洋麥兩船之謠傳；兼以粉市跌落，故收市二四各月均小二分，惟本月因補空關係，仍大一分。星期五，(十八日)初因洋麥又大，人心尙定，後以多頭了結太盛，復轉疲軟；更因粉市續跌，市面益見軟弱，收市幸空頭趁小收補，方得平定。星期六，(十九日)開市後買賣兩旺，本月期拍至本日截止，翌日起提早收盤，午前多頭了結甚濃，價乃一度降小至三元六角三分，其餘各月，亦屬平平。繼因洋麥報大，粉市上升，人心尙上，補空與新團均活，收市本月份仍達三元七角，二三四月份較昨日收市各漲二分。

油豆，標油，星期一，(十四日)開市即疲，且連電步小，多頭不敢堅執，紛起了結，車豆與油市同現疲象，當時因皖省振捐既已取消，人心猶覺虛弱。星期二，(十五日)上午開盤，標油賣氣仍濃，嗣以連電報升，人心即昂，浮空抵補，市况疲而復漲，車豆買賣兩寂，二三月均不動，四月份略小一分。星期三，(十六日)標油初平繼漲，午前因連電略疲，買賣俱靜。各月均定，後聞市傳政府為提高農產價格，將有增加洋米麥進口稅之說，雜糧均有連帶關係，故後市買風復濃，車豆因亦提升五六分，收市油豆俱見挺秀。星期四，(十七日)標油以連電報小，交易蕭條，旋因現油銷路稍活，漲價一角，市場買戶漸動，市面頓呈堅俏，車豆亦因現豆銷路續活，廠買甚濃，亦升一二分。星期五，(十八日)標油仍以現貨走銷活動之故，開盤即挺，銳漲半元左右；且連電又漲三四角，人心昂騰，買氣蓬勃，市價乃遂上趨。本月份以現貨軋缺，猛漲八角，二月份漲五角半，三四月份各升四角，五月份亦漲二角。星期六，(十九日)標油自十八日猛漲後，現油走銷續暢，供求不敷，因此近遠期買風愈勁，漲勢不可遏抑，各月價格，均已跳出十五元大關矣。豆餅 標餅市况，承油豆漲風，且以潮汕幫銷路漸呈活躍，價乃日見上趨，惟蘇浙內地，未甚鬆動，故本週成交有限，暫不詳述。

「本週間各貨成交總數及最高價格最低價格表」(見第十四頁)

附件

一 上海市商會請求緩行交易稅呈文

立法院
財政部

(銜略)查各該交易所年來營業衰退，難以負擔新稅情形，上年各該交易所經紀人於其逕呈立法院財政部文內，及此次致屬會一函，言之已詳。屬會所欲補充陳述者：此項交易稅，雖取則於日本之取引稅，但日制期貨買賣有稅，而現貨買賣無稅。又彼之稅額，係就其買賣之差額課稅，以防市場之激漲暴落，而我則現貨期貨，一概課稅，其稅率又較日制為高，凡此已不適合於吾國現在商情。況本案主要之點，尚不在是；蓋交易稅為行爲稅之一種，其性質與各省現行之營業稅牙稅並無二致。交易所於物品買賣成交以後，既分別課以交易稅，而於其他應徵之營業稅牙稅，又無免除明文，是物品買賣，至少須課以重複之行爲稅三次。而事實上屬於營業稅範圍者，批發一稅零售又一稅，連交易稅合計，決不止正稅三次。似此貨物轉一手即抽一稅，與曩年厘金未裁時，貨物過一地即抽一稅者，似無區別。不過昔則以地爲主，今則以人爲主耳。故在重複課稅制度未加厘正之前，交易稅尚不宜於急遽施行，此實商家一般之期望。尤有進者，吾國稅權，不及於外商，上年全國財政會議，曾有外商一律征收營業稅之提案，卒以無從實施強制，議而未決。廣州華商，爲此事亦有激烈之表示；而英人且於議會中，明示援助，該處華商，卒亦無可如何。是交易稅如果實行，亦必爲營業稅之續，祇征華商，不征洋商，而流弊之甚，尤當過之。蓋洋商在華營業，祇有批發，絕少零售，且其地域，以通商口岸爲限，故營業稅雖一征一免，尙於商業命脈，影響不鉅，至於交易所爲平準貨物之樞紐，握有支配全國市場之能力，并無獨立國家，絕不許以此權授之外商。今因法權受軛，無力以裁制之，祇有任其所爲。幸而國人所設

交易所，角逐市場，彼之勢焰，亦稍斂戢。今後如國人所辦之交易所，相繼征收交易稅，而外商所設者，則無法征收，人情趨利，未有不趨之若鶩，是此後全國市場之盈虛消息，盡受外商之一手壟斷。就國民經濟立場而論，雖昔人所謂洪水猛獸之禍，無以逾此。國家征稅之所得，遠不足以償其所失，故對在華外商未能一律實施征稅之前，此項交易稅揆情度勢，確宜緩行，此純從國民經濟立場着想，非專爲各該交易所請命也。基上兩項理由，理合據情呈請鈞院部鑒核，俯准將正在審議中之交易稅法，暫緩議決實施，實爲公便。

一 交易所聯合會各經紀人公會致上海市商會公函

我國正式交易所之成立，始自民七以後，經民十之風潮，基礎始漸臻穩固。十餘年來慘淡經營，遂成今日之局面。而盡其構成價格，轉嫁危險，流通物資之職能。今我政府對交易所征收交易稅，其問題不在法意之是否，惟事實上，在今日我國商界現狀之下，實行征收交易稅，實須顧慮其附隨之弊害。一旦征收交易稅，經紀人爲自身之利益計，不轉嫁其負擔於委託者，而提高買賣經手費，則惟自忍一時之負擔，維持原有經手費率，然兩者之弊害，皆屬甚鉅。如買賣經手費提高以後，其直接結果，必影響於全部買賣之減退，交易所必將因此而入於停滯狀態之中，必使蕭條之商況，愈形沉悶；停滯之物資，益難活動；則交易所原有按盈利繳納之營業稅，亦將因之大減，而害及國庫之收入。此可慮者一。如公債買賣，亦徵收交易稅，(日本免稅)則今後之結果，必致舊債停滯，而新債尤難發行。此可慮者二。交易所買賣上，多一種阻礙，則企業股票之授受，即多一種困難，於是已成之企業，難期發展，未成之企業，難期產生。此可慮者三。經紀人之損失，日久必將影響交易所之生存問題，不幸而不受我法律統制之外人取引所又乘機復活，故意擾

亂市場，則我國交易所，勢非全部停業不可。而我國貨品之價格，自又不能不聽命於外人。十餘年來爭得之交易所，復因此而拱手讓入。此可慮者四。是故就今日之事實言，為挽救沉滯之商況計，交易稅有暫緩征收之必要者一也。近數年來，外以世界經濟恐慌之侵襲，內以水旱匪亂災害之交通，以致農村破產，逃荒之現象日增，工商業衰沉，物財之流通益隘，中國整個經濟活動，每况愈下，前途危機，言之戰慄。經濟既如其不振，故其表示於交易所者，是為買賣之日趨衰落，抑且最近滬地金融市場，時有突變，人心惶惶，不可終日。國歷年關，工商界宣告停業者，一日數見，報章上觸目皆是。而陰歷年關，又復接踵而至，自財部徵收交易稅之擬議，人心恐慌，一切交易，頓形縮減。若於此時，再使徵收交易稅，則不振之商況，恐將愈趨於消沉，凋敝之經濟，即將轉化為恐慌，設不幸而至此，則徵稅之成效未見，而經濟之危機已發，殊背原有徵稅之用意。為和緩目前之經濟危機計，為安定人心計，交易稅實有暫緩征收之必要者二也。再者，查今日交易稅，尚為民十六時所公佈，而未實行者。則彼時之稅率，比現在稅率為低，而彼時之商況，則較現在為興旺。當時以敵會等呈請而未實施，今日工商界情形，遠不如彼時，兩者相距之遠，不可以道里計。而稅率則反為加重，抑且財部此次所擬之稅率，關於物品核算，似均以交易所與經紀人毛佣金之十分之一為標準，惟對於標金稅率征收特大，次表所示，可為明證。

項 別	財部稅率	交易所與經紀人毛佣金額	比 率
標金 (每條)	一角	八分四厘	一倍又二
棉花 (每百担)	九角	九元	十分之一
棉紗 (每百包)	三元五角	三十五元	十分之一
麵粉 (每千包)	七角	七元	十分之一

小麥	一元四角	十四元	十分之一
雜糧	七角	七元	十分之一
豆餅 (每千斤)	七角	七元	十分之一
豆油 (每百担)	七角	七元	十分之一

就上表各項稅率之比率而言，標金稅率比之交易所與經紀人之毛佣金，竟大一倍又二，實出情理之外，他如各種雜糧，以作價而論，稅率竟達萬分之六七，較他種物品為獨高，均欠公允。更易使今日動搖之金融市場愈益不振，十六年猶以種種關係未見施行，則今日為維持商業之不振，顧慮商艱起見，交易稅更有暫緩徵收之必要者三也。總之，今日交易稅之徵收，在實施上，尚有極大之困難，萬一勉強施行，則成效未可逆睹，而險象已逼臨眉睫。上述種種，想早在貴會洞悉之中，素仰貴會保障商人利益，不遺餘力，特此懇請貴會主持公道，賜予迅速轉呈行政院、立法院、財政部，將徵收交易稅原案撤銷，以維大局，而恤商艱，不勝感荷之至。

三 各交易所經紀人公會為請求暫緩徵收交易稅

宣言

近數年來，外以世界經濟恐慌之侵襲；內以水旱匪亂災害之交通；以致農村破產，逃荒之現象日增；工商業衰沉，物財之流通益隘。中國整個經濟活動，每况愈下，前途危機，言之戰慄。夫經濟既如其不振，故其表示於交易所者，是為買賣之日漸衰落。若以麵粉成交數量而言：民二十尚達三萬萬包左右；民二十一減退至一萬萬包；民二十二更不足一萬萬包；三年之中竟漸減退三分之二。以金業言：其本成交數量，祇及民十九之半數。他如證券、紗花、雜糧之買賣，莫不在同一現狀之下，趨於衰沉。而商人等營業，全視買賣成交額之多寡以為定。故成交額之大量減退，亦即可以間接表示商人等營業之不振。

最近財政部擬對交易所徵收交易稅，其稅率已在立法院核議中。其問題不在法意之是否，惟事實上在今日我國工商界現狀之下，實行徵收交易稅，須顧慮其附隨之弊害。一旦徵收交易稅，經紀人爲自身之利益計，不轉嫁其負擔於委託者；而提高買賣經手費，則惟自忍一時之負擔，維持原有經手費率。然兩者之弊害皆屬甚鉅，如買賣經手費提高以後，其直接結果必影響於全部買賣之減退。交易必將因此而入於停滯狀態中，必使蕭條之商況愈形沉悶；停滯之物資益難活動。則交易所原有按盈利繳納之營業稅，亦將因之大減，而害及國庫之收入。此可慮者一。如公債買賣亦徵收交易稅（日本免稅），則今後之結果，必致舊債停滯；而新債尤難發行。此可慮者二。交易所買賣上多一種阻礙，則企業股票之授受即多一種困難，於是已成之企業，難期發展；未成之企業，難期產生。此可慮者三。經紀人等之損失日久，必將影響交易所之生存問題。不幸而不受我法律統制之日人取引所又乘機復活，故意擾亂市場，則我國交易所勢非全部停業不可。而我國產品之價格，自又不能不聽命於外人。十餘年來爭得之交易所，復因此而拱手讓人。此可慮者四。是故就今日之事實言，爲挽救沉滯之商況計，交易稅有暫緩徵收之必要者一也。

次則國曆年關，工商界宣告停業者一日數見，報章上觸目皆是；而陰曆年關，又復接踵而至。自財政部徵收交易稅消息傳出後，人心惶恐，達於極點；一切交易，頓形縮減。若於此時再使交易所多一重租稅負擔，則不振之商況，恐將愈趨於消沉；凋蔽之經濟，即將轉化爲恐慌。設不幸而至此，則徵稅之成效未見；而經濟之危機先發；殊非政府原有徵稅之用意。爲和緩目前之經濟危機計，爲安定人心計，交易稅實有暫緩徵收之必要者二也。再者查今日之交易稅，尙爲民十六年時所公佈而未實行者。則彼時之稅率，比現擬稅率爲低，而彼時之商況，則較現在爲興旺，當時以敵公會等呈

請，而未實施。今日工商界情形遠不如彼時，兩者相去之遠，不可以道里計，而稅率則反爲加重；抑且財部此次所擬之稅率，關於物品核算，似均以交易所與經紀人毛佣金之十分之一爲標準，惟對於標金稅率，徵收特大，次表所示，可爲明證。

項	別	財部稅率	交易所與經紀人毛佣金額	比率
一、標金	(每條)	一角	八分四厘	一倍又二
二、棉花	(每百担)	九角	九元	十分之一
三、棉紗	(每百包)	三元五角	卅五元	十分之一
四、麵粉	(每千包)	七角	七元	十分之一
五、雜糧	黃豆(每車)	一元四角	十四元	十分之一
	紅豆	七角	七元	十分之一
	豆餅	七角	七元	十分之一
	豆油	(每百担)	七角	十分之一

竊就上表各項稅率之比率而言，標金稅率比之交易所與經紀人之毛佣金竟大一倍又二，實出情理之外。他如各雜糧以從價而論，稅率竟達萬分之六七，較他種物品爲獨高，均欠公允。更易使今日動搖之市場。愈益不振。查十六年猶以種種關係，未見施行；則今日爲維持工商業之不振，體恤商艱起見，交易稅更有暫緩徵收之必要者三也。總之，今日交易稅之徵收，在實施上尙有極大之困難，萬一勉強施行，則成效未可逆睹，而險象已逼臨眉睫。敵公會等處身其間，觀感真切，心所爲危，豈敢緘默。除另呈請中政會、國民政府、行政院、立法院、財政部外，特將請求理由公布社會。爲挽救當前經濟危機起見，並望全國工商界起而援助。一致主張，工商界幸甚，社會幸甚，謹此宣言。

四 各經紀人公會爲緩辦交易稅上中央林主席蔣

委員長汪院長孫院長孔財長陳實長電

(銜略) 竊屬會等前開鈞院部有征收交易稅之擬議，曾經具呈，將屬會商人營業困苦情形，披瀝上陳。茲閱報載，該項稅業，將由立法院提付審查。聞悉之下，曷勝惶駭。查賦稅為國民之義務，屬會商人，豈敢後人。惟在此目前市面蕭條，金融枯竭，全國工商業瀕於破產之時，實屬萬難負擔，不得不將屬會等營業艱困實情，以及關於整個經濟利害所在，再為鈞院部陳之。竊查我國歷年以來，內憂外患，擾攘不甯，近復水旱災荒，交相逼迫，人民原氣，早已大傷；加以歐美列國，以及東鄰經濟侵略，愈趨愈烈，以致現銀外溢，物價低落，商店倒閉，工人失業，農村破產，都市衰落，報章記載，觸目皆是。凡此現象，均在表示整個經濟之搖動，前途危機之隱伏。我政府雖管理救濟，不遺餘力，惟以積弱之深，正猶久病之身，雖日進參苓，亦難立起沉疴。故防維之工作雖週，嚴重之局勢未減，當此千鈞一髮之際，全國工商業無不奄奄一息，均在盡力掙扎，勉渡難關之中。屬會商人，同一處境，何能例外？若再加征交易稅，以重委託者之担負，則何異以垂斃之人，施以扼喉，且其流弊所及，不僅屬會商人之營業，更陷絕地，無可生存；而一方則直接使交易所，在經濟界之職能，為之消滅，循致無形停頓。間接即無異對我國整個工商業予以致命之打擊，且交易所停滯之後，必更為外人造成把持我工商之機會。昔日外商取引所之活躍，或竟復還於今日。則征稅之成效未見，經濟之危機即發，事之危急，孰有甚於此者？其結果恐政府收新稅目的未達，而原有營業稅收入，亦即因之消失，豈非我政府始料之所及，而尤非愛護工商業之本意也。屬會等非敢故作危言，以聳聽聞，實緣心所謂危，未敢緘默，用將未能担負交易稅緣由，謹再電呈。懇祈鈞院部洞燭隱微，將該稅案准予緩辦，以培國脈，而維大局，實為德便。迫急陳詞，曷勝悚惶待命之至。謹此電呈，伏乞垂察。

五 上海華商證券經紀人公會請求緩辦交易稅上 中央暨上海市政府電

(銜略) 前開財政部有徵收交易稅之議，曾經瀝陳下情，籲請俯鑒商艱，將該稅案即日撤銷立案。近據報載該稅案已由財政部呈由行政院轉咨立法院交財政經濟委員會審查，聞風之餘，羣情惶惑。竊思交易稅之徵收，在各國雖不無先例，而在我國尙屬創舉，良以各國之經濟組織不同，商業情況互異，故課稅之程序，須因勢利導，適合國情，初未可牽強附會。且就我國之歷史言，北政府時代，前農商部雖曾一度於民國十五年九月間公佈交易所稅條例，旅以鼎革，又經財政部於十六年八月改訂公佈，但均未實行。嗣後財政部金融監理局成立，復擬成草案，當由上海各交易所呈請將交易稅條例廢止，已蒙財政部勉強緩辦。(見財政部上行政院原呈所敘) 足證此案之關係得失頗重。比年水旱匪患演成農村破產，都市拮据，工商倒閉，戶鮮蓋藏。一二八事變以後，民窮財竭，益形不支。當時政府因軫念民瘼，俯賜體恤，而目前經濟現狀，正如江河日下，遑論昭蘇？是啓徵交易稅所之時機，根本尙未成熟。素仰我政府當局顧全民生，維護企業，當不忽於此民力凋敝之時，再有加重負擔之舉，且交易稅與交易所稅，一征之買賣者之雙方，一征於交易所，表面似覺兩事，然實際則均由經紀人經營而來。蓋已征交易所稅，復加征交易稅，顧客裹足，交易減少，直接影響經紀人等營業，間接減少交易所稅之征收，形成連鎖，欲謀開源者，未必即能裕庫，此應請鈞會府院部對於交易稅案，仍准十六年原案，暫緩審議者一。復查財政部交易稅條例草案，大致仿自日本大正十一年四月改正之交易稅法，依該法規定現物交易，及國債證券之交易，並不課稅，良以現物交易所之外者，既未課稅，若因其買賣之場所，在交易所所以內，轉據為課稅之原因，深恐買賣雙方，視交易所為畏途，交

易所之營業固一落千丈，而交易稅之徵收亦必大受影響，此可斷言。至買賣國債庫券，係人民對於政府信仰之表現，交易所之使命，一方為暢求證券之流通，一方為鞏固國家之大信，情形迥非普通物品可比，若果同樣徵稅，無異使人民於認購國債之外，而責其盡不應為之義務，於情於法，恐勝笑友邦。結果釀成舊債阻滯，新債不易推行，其危害有不堪言者。是以日本稅法，國債交易均特在免稅之列，遍查財政部所擬草案，買賣國債庫券，應否徵稅，未加規定，甚慮比附援引其流弊，實足以損害國信，減少庫收，甫經萌芽之交易所，頓受打擊，即風雨飄搖中之各經紀人，勢亦難以維持，此應請鈞會府院部對於交易稅案維持十六年原案，暫緩審議者二。綜交易所稅早經實行，證券交易所部份，年納稅額達廿餘萬元之鉅，於國家報効不為無力，應請鈞會府院部俯念，事關國計民生，影響甚大，准將該稅案從緩審議，以順輿情而恤商艱，臨電迫切，曷勝屏營待命之至。

六 雜糧經紀人公會上立法院財政經濟委員會文

竊關於財政部擬征交易稅一案，前經商人等就其稅率，列為比例表，附陳困難情形，請求鈞會，裁酌緩行在案。茲奉通知，定期一月二十四日，開會審查，敢再瀝敘下情，幸賜採納。雜糧為天然產品，都屬生貨，種類繁賾，身份參差，凡量之輕重，質之高下，色澤之區別，泥屑之多寡，皆須懸格以為之準，或升或降，期在平允，是以收解進出，必經檢驗。檢驗手續，又極煩瑣，而所需費用，自是較繁，買賣佣金，不得不取之較重，故經營雜糧交易者，大抵以於雜糧同業為多，絕少投機意味，營業範圍，至為狹隘。商人等所以仍勉力維持者，良以有關民食，未敢一日自忘其平準市價，流通農產轉嫁風險之職能耳。自東省失陷，油荳餅來源斷絕，交易更為消沉，商人等甞勉掙扎，尤感艱鉅，况雜糧買賣，在大連則有

取引所，在本埠則有外商洋行，其資力雄厚，成交迅速，華商固未能望其項背。今若驟征其交易稅，且其征額竟達從價萬分之六七，則糧商避重就輕，相率彼趨，直不啻為叢蠹雀，益陷雜糧營業於危絕。而政府亦將何有於稅收，至若機製物品，皆為熟貨，品類齊一，無檢驗之煩，無費用之需，佣金既可從輕，而稍具商事常識者，即可為此交易，適與雜糧情形相反，是故雜糧佣金雖高，營業收入獨少，觀屬所歷來成交數量之低落，以與滬上各所相較，誠不可以道里計。（每日送由交易所監理員轉報財實兩部之屬所成交數量表堪為明證）此為特殊情形，固不得與其他機製物品買賣同日而語也。今其所擬交易稅率，除證券從價征稅外，一律從佣，在糧商積困之餘，更何堪負荷；誠使實行征收，則屬所與商人等之命運，將必從此而陷於日暮窮途之境矣。以上所述，僅就商人等之內在情形而言者，至若目前經濟恐慌，日趨嚴重，商市凋零，達於極度。國歷年關中，商店倒閉接踵，廢歷年關在即，其勢且將益甚。商人處此環境，方懼厄運之難轉，勉力掙扎，戰慄莫安。於此時也，當局正宜扶掖之不遑，乃復從而增加其負擔，將益加速商人命運於危亡；此非商人等故作危詞，以聳聽聞，而鈞會高瞻遠矚，諒所洞悉。為再作最後之呼籲，仰懇鈞會俯念商困，對於此項交易稅草案，賜予緩行，商人幸甚，無任惶悚待命之至。

七 麵粉經紀人公會上立法院孫院長暨諸委員等

文

竊屬會前以財政部有徵收交易稅之議，曾由各交易所經紀人公會披瀝下情，呈請從緩實施在案。今悉該案，業由行政院咨請鈞院核議，並蒙鈞院體恤商艱，俯准各交易所，於集議之日，推派代表，列席參加；奉命之餘，曷勝歡騰。惟該案不特為各交易所及各經紀人之存亡所繫，而其影響於國計民生者，尤屬至深且鉅，稍一不

價，即足造成空前之危局。爰敢不揣冒昧，再就前呈所未及，請為鈞院補陳之；（一）查上海麵粉交易所，一方為粉廠套賣之機關，一方為粉商購買之場合，供求相應，交易始成，故賣出者十之八九，均為上海及各地之麵粉製造廠，而買入者，則為各路客幫，及本街之麵粉販賣商，今粉廠於麵粉出廠時，例須繳納出廠稅，而交易所已納交易所稅，若復於交易所買賣時，再徵交易稅，自非重稅而何？無論買賣雙方，處此營業衰落，一息僅延之秋，決無餘力，增此負擔；而於政府規定一物不二稅之原則，與夫裁厘蘇商之本旨，亦覺有所未協，此交易稅在徵稅原則上之不合實施者一也。（二）查麵粉之銷路，向以東三省為最鉅，幾居全額之半；自日人侵佔東省後，即將我麵粉之市場悉數侵奪。故年來麵粉交易所營業之減退，實以此為主因之一。全國粉商，現方設法減低貨本，俾與日商作萬一之競爭，而圖恢復已失之市場；政府對此，提攜維護，猶慮不及，更何忍以徵收交易稅之故，而使粉商增重成本，自絕其競爭之途徑，坐令大好市場，永為日商所把持？此交易稅在恢復營業上之不宜實施者二也。（三）查麵粉之買賣，亦猶其他商品，例須經過製造、整賣、零賣、數階段，而始入於消費者之手。然其買賣之市價，不能相差以分毫，非若其他商品之可任意低昂也。蓋麵粉為民食所需，銷路遍全國，而尤以貧苦平民之消費為較多，故每包售價即相差至數文之微，亦必顧而之他。際茲經濟枯竭，民生日困之間，實不堪再徵交易稅，致令提高粉價，直接影響於平民之生計，間接影響於農村之復興，此交易稅在維持民食上之不宜實施者之三也。餘若市面蕭條，工商瀕危，農村破產，失業日增，法權受厄，外商活躍，經濟侵略，愈趨愈烈，而東鄰處心積慮，待隙而動，我交易所全部停業之時，即彼取引所捲土重來之日。凡此種種，均不宜於實施交易稅；業已迭詳各呈，自必早荷洞察。伏維鈞院，在此訓政期間，實為唯一代表民意之機關，對茲增加人民負擔，影響全民

生計之立法，定蒙俯順輿情，准將審議中之交易稅法，公決暫緩實施，以維大局，而弭隱患，無任屏營待命之至。

八 申新等紗廠代表請求遏止紗花投機呈行政院文

竊維交易所之設，原所以調劑供求，平準物價，乃各經紀人並不限定代理同業商號買賣，不論何人，僅須酌數付少數證金，即為之投機拋多，甚或全憑信用，證金亦通融免收，故每日有棉紗數萬包，棉花十數萬擔之交易。迨月底實際交割，恆不足百之一數，其為純屬投機無待贅言。年來洋花因金價昂貴，匯票奇漲，價格並不過大，合銀已屬不廉，國產棉花因此居奇；日商復故抬其價，百方操縱，在原料一方已屬如此；外商更鉅量拋賣棉紗，俾國商紗廠常受虧折；而國內投機份子昧於此情，乘機傾賣，國商紗廠大多資本竭蹶，無鉅額收貨實力，以致江河日下，紗價益與原棉成本相去日遠。在此過程一年中幾使國商紗廠製紗一件，必折虧二三十元，其能支持果有幾時？迹其原因，要非停止紗布交易所，或飭令買賣悉憑實貨棧單成交，庶幾為害或可稍殺。矧查紗布交易所，以紗布兩項貨品命名立案，應以開拍紗布為範圍，不應拋用布疋，而侵及紗布原料之棉花，此層界說極為淺顯明白，不知該交易所何為拋棄原來之紗布立場，而侵漁及此。蓋原棉自經該交易所列為主要貨品，終歲震盪，顛賴於賣空買空之漩渦中，實使國營紗廠採購原料，感受莫大痛苦，顧名思義，棉花交易，尤應亟予摘除。想鈞部維持實業，遏止頹風，不遺餘力，對此當能出其根本之圖，以挽此全國最大實業之紗廠危機也。抑商人等尤有請者，棉紗棉布實為先總理民生政策衣食住行之一，設全國紗廠倒閉，致吾人盡穿外貨，影響民生當非淺鮮。概念昔時印度之顛覆，不過區區一東印度公司，以大喻小，國商紗廠之生命，已被該紗布交易所猛扼其吭，血脈憤張，呼吸窒息，不亡何待。商人等非敢危言聳聽，實因勞工衣食所

類，國庫稅源所出，民衆衣被所繫，爲敢不避嫌疑，慨陳大計，伏祈當機立斷，採納施行，臨呈無任惶急待命之至。具呈人薛明劍，申新三廠代表；程敬堂、麗新紡織公司代表；秦亮采、振新紡織公司代表；陶仲耀、復興紡織公司代表；朱德齋、廣勤紡織公司代表；高衡之、豫康紡織公司代表；張秋舫、慶豐紡織公司代表；于禹九、利泰一廠代表；洪春生、利泰二廠代表；薛韶成、利用紡織公司代表；蘇汰餘、裕華、大興紡織公司代表；董亨衡、衛輝華新紡織公司代表；王驥山、西雍裕紡織公司代表。

九 華商紗廠二十八家請求取締棉業投機呈行政院國民政府實業部暨上海市政府文

查年來棉貴紗賤，業紗廠者，已虧累不堪，毫無生氣。而一般投機家，明知國內產棉不敷應用，猶復抬價競收，屯積居奇，以致紗布交易所拍出花紗兩價，相差愈遠，不能平衡，紗業之危，不可終日。考世界各國，凡有棉產之地，其交易所從無以花紗兩項同時拍價者，蓋恐價值懸殊，妨害紡業也。乃上海華商紗布交易所則不然，花紗兩種，同時開拍，棉花一項，專以國棉爲標準，致令投機家得逞其壟斷操縱之手段，花價愈拍愈高。而紗價則墮乎其後。按照標花現市換算標紗價格，每包棉紗須虧本二十餘元之多，數月以來，全國紗廠，飽嘗此苦，蓋一般投機家祇圖私利，不顧大局，明知原棉價格雖抬至極高，廠家斷不能停工不用；紗價雖虧本甚鉅，廠家斷不能棄存不沽，各廠工作一日不停，即不能忍痛買入貴棉。售出賤紗，進退維谷，莫知所措，是全國紗廠之生命盡操諸此少數有組織投機家之手，事之危急，無逾此者。政府如不火速救濟，則全局崩潰，即在目前，時機一逝，後雖欲設法挽救，亦無及矣。爲此披瀝陳詞，聯懇鈞院部立派幹員蒞滬，切實調查實況，一面令飭華商紗布交易所，對於花紗兩價之開拍，務須設法保持平衡，如以

標準棉花市秤四百三十斤換算二十支標準紗價，其製造各項費用，（統稅在外）不足四十五元時，應即停止拍板，俟市價恢復相當差額，然後照常開拍。此係急則治標，刻不容緩之辦法，務懇俯賜採納，立予施行，以解倒懸，同深企禱。具呈人永安一廠二廠三廠四廠緯通·申新·恆豐·青島·華新·協豐·大通·民豐·通成·豫豐·蘇輪·和豐·大生三廠·大生一廠三友·民生·振泰·寶興·大成·鴻章·富安·溥益·恆大·大豐·振華。

十 上海市農會呈社會局轉請維持棉花期貨買賣

竊近日報載少數紗廠以花貴紗賤，請求取締華商紗布交易所棉花期貨買賣，以資救濟。閱悉之下，殊深詫異，夫棉花價格之高低，恆依供求之趨勢而定，供少求多，其價必高，反之則賤，且交易所原爲調劑供求，平準物價而設，其逐日市價，自必依法訂定，決非少數人所能操縱壟斷也明矣。查棉花爲我國之大宗農產，亦即農民之大宗收益，其價格之高低，關係於農村經濟者至鉅。况上年世界各國棉價，以我國爲最低，豈能再事壓之使低，以剝削農民收益，而礙及農村經濟哉！近我政府對於救濟農民，復興農村，不遺餘力，乃該廠商等，竟以虧折爲藉口，不顧違反政府意旨，危言聳聽，必欲壓低棉價，以達自私自利之目的而後快。萬一停止買賣，則貨物阻滯，經濟斷絕，農民受害何可勝言，心所謂危，難安緘默，理合具文呈請鈞會鑒核，准賜轉呈主管院部，轉飭華商紗布交易所照常維持棉花期貨買賣，以安農民，實爲公便等情。據此查棉價貴賤之標準，當依供求之多寡，關係農民經濟至鉅，自不能爲少數廠商一己之利益所壟斷，據呈前情，理合備文轉呈，仰祈鑒核轉呈實爲公便。

十一 本市棉業界談花貴紗賤之原因

比來花貴紗賤，固為紗廠厄運，但花貴謂由於大戶操縱，則不盡然。人類不能無苟得之心，即市場不能無操縱之人。第操縱之市價，可暴變於一時，而難維持於長久。今紗賤花貴，由來已久，當必有自然之趨勢，而非人力所能強制。蓋長期操縱，我國向未有具此氣魄財力者也。棉商與紗廠，唇齒相依，未有紗廠不振，而棉商獨能向榮者，絕境自陷，非至愚者不為也。茲先言花貴之原因：

(一) 洋花高漲，及洋花進口稅之增加；(二) 棉花取稀穢雜水，品質提高，成本加大；(三) 陝鄭棉花，積存海州者過多；(四) 陝豫晉魯產棉之地，得銀行界農村放款之益，不肯賤售；(五) 日商大量收買；(六) 無線電廣播，產地消息靈通，可以觀望。再言紗價日跌，紗廠日危之原因：一、本年內水旱潦，匪共四竄，購買力自然減少；二、東北市場喪失；三、川省非產棉之地點，亦無紗廠，往年銷數甚巨，本年因匯兌驟忽不無減少；四、我國紗廠機器陳舊，廠機過大，成本不能減輕；五、日商傾銷。觀此則花貴紗賤，實為自然之趨勢。頃聞上海日廠，因我國銀價高漲，對外匯兌不利，已不能與在日之廠，向南洋印度方面競爭，擬仿我廠十六、二〇支改紡十七、念一支之辦法，與我競爭，紗廠前途益難樂觀。紗廠欲挽救劫運，自在治本，如減輕成本，改良設備。但此為專門技術：未能詳述，而紗廠自身間，亦宜力謀團結，毋自趨於投機買賣之性質。如上年棉統會竭力維持紗價，粗具成效，而紗廠反利用機會，競相交所。卒致無法維持，其價乃反小於未維持以前，此後紗價日跌，紗廠出紛紛交所，亦為原因之一。今聞各廠，多已力求實在銷路，則紗價必可提高云。(廿四、一、十九。晨報)

十二 紗布交易所呈實業部答辯申新等華商紗廠 主張取締投機限制買賣停拍棉花文

竊見比日報載，無錫申新等紗廠及上海永安等紗廠，呈中央各

院部，請取締投機、限制買賣、停拍棉花、以維紡業之文，對於屬所指摘多端，而於商情事實及法律，則一概抹煞；甚至比屬所為東印度公司，非將其摧陷廓清，不足以挽紗業之危機，救國家之衰亡。立論之奇，誠堪駭怪！不有辯明，真相轉晦，既難使該廠等有所折服，亦將使社會之觀聽為之混淆。爰於逐條答辯之前，先就交易所之制度與其功用撮舉大略以為提要。按交易所者，近代經濟組織中之產物也。歐美各國倡之於先，日本繼起於後；而我國又繼日本之後。其所以需此組織者，蓋以近代市場之貿易，日趨複雜，競爭至烈，非有公定市價之構成，不足使供求之實況，反映於市場；非有套買之機會，不足使企業界運用自如；非有大量買賣之集中地點，不足使供求兩方得其調和；交易所即為適應此需要而產生，亦即近代經濟組織進步過程中必有之階段也。惟其如是，故不有交易所則已，如有交易所，便不能使其買賣以同業為限。蓋交易所原係供求兩方買賣之機關，供求兩方，既非專屬諸同業，則交易所之買賣自不能限於同業。如限於同業，則是以少數同業，支配全國，供求者之市價操縱壟斷，流弊滋多。我國之交易所法，及各國之交易所法，均未設此限制，殆亦知設此限制，事實上絕不可能；且足使其平準物價，調劑供求之效能，完全消滅也。又交易所之買賣，亦不能謂之空貨買賣，蓋空貨買賣，係指其於交割時，無貨提供交割，或無款提供交割而言。若交易所之買賣，本以有貨或有款提供交割為原則，在未屆交割以前，買賣兩方雖得轉賣買回以為了結；但一至交割之期，買方即得備足收貨價金，向賣方要求交貨，而賣方亦得備足貨物，向買方要求給付價金。如有一方不能履行其義務，便應受違約之處分，此為任何交易所買賣之通律。故當其在市場買賣時，無論其所買或所賣之數額，如何鉅大，既不能預測其交割時無以提供交割；即不能謂之空貨買賣。如謂空貨買賣，係指買賣時手無實貨而言；則廠商在交易所拋賣遠期紗時，其紗尚未紡成，何嘗

有所謂實貨？不寧惟是：廠商將期紗賣與客戶，亦不過給以一紙成單，該客戶即可在交易所拋賣；迨成單到期，廠商往往因出貨不敷支配，僅派與數成，不能如額照付，該客戶又不得不在交易所買回其缺少之額，以免受違約處分，亦事所恆有。似此情形，不特該客戶在市場拋賣時，手無實貨，即該廠商賣與該客戶時，亦何嘗有所謂實貨？故空貨買賣，係指交割時不能履行其交割義務之買賣而言，絕不能謂在交易所買賣時，手無實貨，即為空貨買賣也。斯義既明，則該廠商等所請求取歸屬所之空貨買賣，自屬無的放矢，不值一駁。但為易於明瞭起見，不得不將原呈所列舉各節，一一為之釋明。按原呈謂：「交易所之設，原所以調劑供求，平準物價。乃各經紀人並不限定代理同業商號買賣，不論何人僅須酌付少數證金，即為之投機拋多。甚或全憑信用，證金亦通融免收。故每月有棉紗數萬包棉花十數萬担之交易。迨月底交割，恆不足百之一數，其為純屬投機無待贅言。」查交易所之使命因為調劑供求，平準物價；但必須供者求者，人人均有委託經紀人代為買賣之機會，方有調劑可言；亦必須供求兩方，探競爭買賣之方式，以有易無，注此拋彼，方有平準可言。如曰在交易所買賣者，以同業為限，則必須供者求者盡屬同業方可；如其不然，交易所雖欲完成其調劑平均之使命，亦何從而完成之？且我國交易所法中，祇有委託人之名稱，並未規定委託人之資格，限於同業商號，亦顯見所謂委託人者係指一般人而言。乃原呈竟以經紀人之代客買賣，不限定同業商號為詞。誠不知其何所根據？又查經紀人之買賣，無論多寡，照章必須向交易所繳納證據金。如交易所認為有巨額之買賣，或市價有暴漲暴跌之虞時，尚可隨時向其征收特別證據金，以示限制。在交易所對於經紀人亦可謂監督至嚴，防制至密矣。至經紀人對於客戶，通常亦照章征收證據金，雖間有酌收一部份，或全憑信用，通融免收者，亦純屬經紀人與委託人間之信任關係。交易所既認經紀人為買賣之

主體，對於此種行為本不便過問，豈能以此歸咎於交易所？至每月底實際交易之數額，不足百一，則本為交易所必然之現象。蓋交易所既有套買賣之事實，又有轉賣買回之方法；每日買進賣出，極為自由，初不必待交割日之交割，隨時均可了結。且即以交割言，亦有自行交割與實行交割兩種。凡經交易所於交割日執行交割者，謂之實行交割；如經紀人在每屆交割前，彼此接洽妥善，自行交割，一方交貨，一方收款，以省手續者；謂之自行交割。故每月實行交割之數額，較諸每月買賣之數額，不逮百一，無足為怪。試觀證券交易所每月買賣之數額，動至數千萬，而實際交易時何嘗有如許之多？金業交易所每月買賣之數額，亦何嘗不盈千累萬？而實際交割時不但不逮百一，且不逮千一焉。又不獨我國之交易所為然也；即各國之交易所，亦何莫不然。乃原呈竟指為純屬投機之證，不知投機一詞，於義何詁？如以在市場買賣時，手無實貨為投機，則前已言之，當在市場買賣時，手中未必盡有實貨。而廠商對於期貨之套買賣，亦未能獨異。且交易所法第四十條規定：「無論何人，不得在交易所以外，以差金買賣為目的，設立類似交易所之市場，而行買賣。」顯見在交易所內，以差金買賣為目的而行買賣者，本為法所不禁，何能目之為投機，而深惡痛絕之耶？此其一也。又原呈謂：「年來洋花，因金價昂貴，匯票奇漲，價格並不過大，合銀已屬不廉，國產棉花因此居奇，外商復故擡其價，百方操縱，更鉅量拋賣棉紗，俾國商紗廠常受虧折，國商紗廠，大多資本竭蹶，無鉅額收買實力，致江河日下」云云。按國產棉花居奇與否，本為持貨者之自由，交易所固不能有所左右，亦與投機無涉。且就事實言，世界產棉最多者：第一為美國；第二為印度。美國去年因棉產過剩，厲行限制棉田政策，故棉價逐步上升；印度因新棉產量減少，故市價猛漲。我國今年之產量，雖較上年增多，但因農村破產，市面凋疲，持貨者急於脫售之故，其價格並未能與美印二國平

衡並進。截至現時止，國產品質與印棉相等者，其價格尚遜於印棉，每担在十元左右。凡此均有國內外逐日之市行情可查，非可偽造。况屬所棉花之市價，不但與本埠市上之實際售價相等，較諸內地，猶復低廉。即如南通之花價，迄今尚在本埠市價之上，每担約昂兩三元，顯見國產棉花，並未居奇；而屬所平準市價之效用，未始不著。平情論之，國產棉花，不特無居奇情事，且以紗業之不振，而挫抑其上騰之象也。至外商及投機家是否故抬花價，是否鉅量拋賣棉紗，則各人對於買賣之觀察，原非一致：甲認為宜拋賣者，乙或認為宜買進；既不能指乙之買進為高抬，亦不能謂甲之拋賣為壓低；而仍以供求之是否相當為準則。如不相當，則價格自不能無升降也。如以有買賣，故而即認為操縱壟斷，衡之於理，顯失其平。且紗廠本以買花賣紗為原則，今該廠商等乃曰「國商紗廠，大多資力竭蹶，無收買鉅量棉紗之實力」。顯見其心理亦與彼所切齒之投機家，並無異致。亦幸而其實力未厚，否則鉅量收買之後，提高紗價，重復賣出，以博羨餘，不知與彼所指斥之操縱壟斷，果何區別？此其二也。又原呈謂：「在此一年中幾使國商紗廠，製紗一件，必虧折二三十元。要非停止交易所買空賣空或飭令悉憑實貨棧單成交不可」云云，按國內紗廠，除華商之外，外商紗廠亦復不少，就屬所所知，過去一年中，紗業虧耗者，固居多數；但獲利者，亦非絕無。外商姑不論，即就原呈所列名之各廠言，亦未始無盈餘者，可見紗廠之虧折，原因至為複雜，亦必有其本身之種種弱點：如機器之陳舊也；出品之未良也；經營之未合宜也；官利負擔之太重也；歷年折舊之不足也；貨款利率之太高也；外商之賤價傾銷也；人民購買力之減退也；在在均足招致虧耗。豈僅原料昂貴之單純原因？是其虧折，實與屬所渺不相涉，而必欲取締他人之合法營業，以徇其私見乎？查各國交易所，對於期貨買賣，均以成單或類似之契約為成交根據，絕無以實貨棧單為憑者；即紗廠賣出期貨與

客商亦祇有成單並無棧單，然則屬所之買賣，亦何能以棧單為成交乎？且在屬所買賣之棉花，照章必須與屬所所定之標準品或代用品之存樣相符，方可供交割之用。如憑實貨棧單成交，而於交割時其實貨與存樣不符者，則將何以善其後？此其三也。又原呈謂：「屬所以紗布兩項貨品，命名立案，應以開拍紗布為範圍，不應拋開布疋，而侵及紗布原料之棉花，顧名思義，棉花交易，尤應摘除」云云，尤屬無理取鬧；蓋屬所買賣物品之種類，原係遵照前物品交易所成例，及現行交易所法之規定，採用棉紗棉布棉花三項釐訂於註冊章程，及營業細則內，呈經前北京農商部及實業部核准有案，豈能以名稱中有棉布二字，即認為不當開拍棉花？信如此說，則百貨商店之名稱，所在多有，豈其販賣之貨品，亦以百種為限耶？此其四也。以上係就無錫申新等廠原呈所及者，略施駁義。至上海永安等二十八廠呈文中所主張，概括言之約有兩點：其一謂紗廠之虧折，由於花貴紗賤；而花貴紗賤，則由於投機家之操縱壟斷；為防制計，似宜停止屬所開拍棉花。此為治本。其二謂須令飭屬所對於棉花兩價之開拍，設法保持平衡；如以標準紗花市秤四百三十斤換算二十支標準紗，其製造各項費用，不足四十五元時，應即停止拍板。此為治標。關於第一點，其理由與申新等紗廠所主張者大致相同，屬所已答辯於上文，不再贅述。關於第二點，則屬所既為遵照特別法規組織之合法營業，一切行為自當受法律之保障，豈能視同紗廠之附屬機關，而由其驅使支配？且廠商如以花價與棉價不相等，而要求屬所停拍棉花，則棉商將來與紗價與花價不想等時，亦可要求屬所停拍棉紗矣。此端一開，流弊何窮？總之紗業之不振，自有其本身之弱點，絕非屬所之買賣能左右其盛衰，可以斷言。該商廠等不謀本身弱點之糾正與改良而集矢於屬所，實屬極端誤會。且就往事言之，假借政府力量，希圖提高紗價，絕難奏效；蓋前年華商紗廠聯合會亦曾以紗價疲軟，呈請救濟。當經棉業統制委員會咨

請實業部令飭各廠厲行大會議決案，自該年七月八日起至年底止，不得將紗交入屬所，以冀減少屬所之存底，一面又飭令屬所拒絕新交入之紗；揆其初衷，何嘗非謀紗價之提高？但一經實行，不特激起屬所停市之風潮，且紗價反愈跌愈甚；竟發現一百六十元以下之最低價。此事距今不過一年，該廠商等當猶記憶。值此廢歷年關，市面蕭索，金融枯竭之際，何堪再度嘗試？以上種種，已足證明該廠商等之主張，不特於法律上毫無根據，揆諸事實，尤屬扞格難行。事關市面之安寧，不得不稟晰陳明，伏祈俯賜鑒核，迅予駁回該廠商之請求，俾息謠詠，而安商業，實為德便。

十三 紗業公會為呈請維持紗花買賣市場上實業部文

竊查近日報載，華商紗廠，因每包棉紗須虧本二十餘元之多，於是聯名呈請政府立派幹員蒞滬，切實調查實況，一面飭令華商紗布交易所對於紗花兩價之開拍，務須設法保持平衡；如以標準棉花市秤四百三十斤換算二十支標準紗價，其製造各項費用，（統稅在外）不足四十五元時，應停拍板等語。查棉紗製造費二十支紗，每包是否必需如此，商等未便過問，但就過去一年中非華商紗廠頗獲厚利，同一事業，同一時期，同一地點，而盈虧相區至如此者，恐非因商賈操奇計贏所能造成。當此農村破產，金融竭蹶之際，竟欲逞一己之私，贖稟政府，取締交易所，藉以操縱市面，達坐享其利之目的，使商等無套買套賣之機會，為之保障，是實駭人聽聞者也。查國內紗廠林立，除華商之外，日商英商之廠，亦復不少，其各項費用，應需幾何，姑置勿論，不過商等經營棉紗，向以推銷國紗為職責，自九一八以後，無論日紗有如何之利益，均置之於不顧，此犧牲精神不可謂不堅矣。復因國內匪患頻仍，災荒疊見，以致農村破產，購買力日見減少，致商等之營業亦日見衰頹，每

有各幫購訂棉紗，貨尚未裝出，而內地市價已形疲跌，或向內地拋售棉紗，一時尚未抵補，市價已漸上漲，此為商業所不能避免之風險；幸賴華商紗布交易所之市場為之套賣或套買，得以保障損失於萬一，否則吾業早已無噍類矣。最近見財政部呈行政院文中，有商賈操奇計贏，供求相應，多賴有交易所之組織，為之媒介等詞，至理名言，安可非議？抑更有進者，各廠既以四十五元加費為目的，呈請政府飭令交易所遵辦，除交易所市價外，各廠對於商等之買賣，想亦以此為根據，否則自食其言，將何以對政府？將何以對交易所？為淵駭魚之策，竊為紗廠所不取；更以吾業與紗廠休戚相關，極盼外廠於自然趨勢之中，能獲得每包二十餘元之厚利；敢請紗廠各自努力於機械改良，生產增加，成本減輕，管理合理上謀進取，不以舍本逐末之策略，妨害他人之營業也。為此利害攸關，敢請鈞部主持公道。以杜壟斷之弊，不勝迫切待命之至。

耕地面積增減趨勢

農業實驗所發表之字數

實業部中央農業實驗所發表近六十年來中國耕地面積增減趨勢如下：

以清同治十二年為固定基年，截至民國二十三年，耕地面積共增百分之一。若按移動基年計算，前同治十二年，至清光緒十九年，亦增百分之一，民國二十年至二十二年，則保持現狀，無增減。至二十三年土地分配形態之百分率：（甲）荒地佔土地總面積一九·一，（乙）可耕荒地總面積三三·三，（丙）可耕荒地佔土地總面積六·三六云。

上海華商紗布交易所經紀人

一覽表 (下期續載)

號數	牌號	經紀人	電	話
三三	慎昌	吳炯輝	二六六五	〇五八四
三四	瑞大	遠德堂	一九三三五	一六六四
三五	大福	郭緯	一〇四五六	
三七	均旭	錢治平	一三三〇三	
三八	遠大合記	馮振鐸	一〇七七一	
三九	森康	陳楚江	一八八八六	四二六六
四十	同豐	董毅生		
四一	長餘	陳壽祿	七三〇三	九八一
四二	源德記	俞頤輝	一三七九一	
四三	慎裕新	田少梅	一九一七二	
四四	義康	楊德運	一八三五	
四五	恆德	王德禹	九一六三	九七九
四六	慎記	鄒文福	二九〇四	一八三六
四七	仁豐	章欣賢	九〇〇五	〇五七四
四八	同興	王桂卿	一八四七一	

上海華商證券交易所經紀人

一覽表 (下期續載)

號數	牌號	經紀人	電	話
四一	大源	朱靜槐	九一七六三	市場九一八三四

上海金業交易所經紀人

一覽表 (下期續載)

號數	牌號	經紀人	電	話
四二	質信	凌其圭	市場九一五八五	九二〇七三
四三	元亨承記	朱達君	市場九一〇三九	九一七二四
四四	億中	賀培元	九一〇五二	
四五	胡筠記	胡筠翹	一四八二七	
四六	國祥	楊學費	一一一六五	
四七	明大	鄒雅言	市場九五〇九六	九五〇九四
四八	信大	鄒仲隨	九一四四七	
四九	大昌	吳志廉	市場九二七〇一	九二七〇二
五十	華成	王正茹	市場九〇〇八七	九〇〇八七
五一	興中	丁志明	市場九一四〇三	九一四〇三
五二	長豐盛	周毓嵩	市場九二六〇一	九二六〇一
五三	同慶	俞萊山	九四一二	九四一四
五四	華豐	吳禮門	市場九二二〇	九二二〇
五五	承泰	陳鏡棠	市場九二九一七	九二九一七
五六	元成	胡子衡	九一三五二	
五七	慎興	朱西垣	九〇二二五	
五八	積記	孫璧威	市場九三八七	一六八七
五九	中興	張濟寬	市場九五二七	九四九六六
六十	裕康	邱偉士	九四八九〇	

上海金業交易所經紀人

一覽表 (下期續載)

號數	牌號	經紀人	電	話
八五	錦豐永	沈鑾卿	四〇五〇〇	
八六	禮昌	季之兆	九二三五〇	
八七	萬興	王逸塵	一七五三四	
八八	報告停業			
八九	同裕源	呂式如	九三六三〇	
九十	益成	尤叔仁	一四九六一	
九一	報告停業			
九二	成豐永	陳顯華	九二八二五	
九三	報告停業			
九四	天豐永	董梅芳	一二二八八	
九五	恆餘	陸君福	四五五二五	
九六	慎大永	包芳規	九三六八三	
九七	昌升永	黃靜昇	一七三五	
九八	鴻康永	范鴻甫	九一二六八	
九九	鼎昌	陳曾祐	九二八七四	
一〇〇	祥豐	勵松卿	九〇七九一	
一〇一	成康	吳成馨	四三七四九	
一〇二	裕昌永	張雲堂	四二〇九三	
一〇三	森昌永	王湖奎	九〇六二三	
一〇四	迎祥	袁晉臣		
一〇五	昌大	馮朝翰		
一〇六	益豐恆	吳文柄	九四三一五	
一〇七	報告停業			

號數	牌號	經紀人	電話
一〇八	生大	明長福	一四二二七
一〇九	元昌永	林義壽	九二五九〇
一一〇	泰興		
一一一	元大永	朱培玉	九四八三二
一一二	大德成	蘇仲年	九二〇二八
一一三	報告停業		
一一四	正昌	陳次慶	九〇四八五
一一五	順茂	方家俊	四四八一五
一一六	報告停業		
一一七	元茂永	王家福	九四八三二
一一八	嘉潤	蔣少斌	一二三九三
一一九	信錫	徐叔淵	一四四三一
一二〇	恆興	施善慶	一二五六八
一二一	洽豐永	丁兆康	九五〇二一
一二二	恆豐永	詹蓮生	一四〇三八
一二三	日昌	嚴召棠	四五四三七
一二四	惠祥	余賦洪	四四九九〇
一二五	祥和	黃萬田	一三四九三
一二六	源茂	李樹東	

上海麵粉交易所經紀人一覽表 (下期續載)

號數	牌號	經紀人	電話
三十	仁源	李甘棠	
三一	志誠永	于志剛	
三二	源豐記	范金杰	南市二一三一八
三三	增盛	朱志寬	
三四	三泰	徐融南	北八四八三七 北八二六二七
三五	寶順	夏榮昌	北八四八五二
三六	正利	汪慶石	
三七	國泰	胡文平	北八二六二七 北八二六九〇
三八	鼎豐	楊維初	
三九	匯源	顧其昌	
四〇	鶴記	衛錫昌	
四一	源餘	陸佐霞	南市二二六四〇
四二	餘昌	尤錦記	南市二三八九〇

上海雜糧油餅交易所經紀人一覽表 (下期續載)

編輯後記

本期因附件較多，特增加十四頁，關於附錄，中華商社代表主張取銷棉業投資與棉業貸款，以明交易之職能與投資之真諦。中國經濟改造一文，本期因稿件擁擠，下期續登。

孫懷仁先生現任上海法學院滬江大學商科教授，其文章常見申報月刊，為近時吾國經濟學界之權威之一。

吳鏡甫先生前在日本東京帝國大學專攻經濟學，曾任中倫教授，現專著述。其他作家，下期介紹。

第三期第五頁之補白，係根據大美晚報所載，去年棉產比較前年增加十倍云云，實屬誇張。因勿促發排，未及指明，甚為抱歉！茲據中華棉業統計會統計：前年全國棉產為九百七十七萬四千二百零七担，去年為九百七十七萬四千二百零七担，增加百分之零點一。

估計增加一千一百卅九萬八千三百四十六担，特此更正。

中宣會圖書雜誌審查委員會審查證
第一〇六三號

主編兼發行人 穆藕初

總發行所 交易所以週刊社
上海愛多亞路二百六十號四樓

▲廣告刊例▲
特等 每方吋貳元
普通 每方吋壹元
備註 廣告刊登以六方吋起碼，如製成版或繪圖者價目另議，長期刊登特別從廉。

歡迎訂閱
每逢星期一出版
全年五十期
國內連郵費二元
零售每册五分