

# 資本市場

原名「證券市場」

第一卷 第五期

## 專題論著

遞延交割交易之作用及其辦理  
經過 劉光第 (一)

證交上市公司增資問題總檢討 吳羣敢 (一〇)  
我國國民所得數字之商榷 邢慕寰 (二一)

## 市况分析

(二八)

## 市場動態

(三〇)

## 工商調查

開北水電股份有限公司概況 (三五)  
上海橡膠工業概況 (三七)

## 證券實務

經營證券之研究(上) 湯心儀 (四五)

## 外情介紹

歐洲各國通貨膨脹與通貨穩定 錢毅生 (五三)

## 時論彙輯

短期國庫券發行前後 (五七)  
資金南流與工業南遷問題 (六四)

## 參考資料

市場公告 (七〇)  
「開北」「華豐」資產負債表 (七三)

## 統計資料

(甲) 股市統計  
(乙) 金融物價統計

609613

(總第五號)

國立中央圖書館 三國民  
NATIONAL CENTRAL LIBRARY  
NANKING, CHINA

上海證券交易所調查研究編印

南京圖書藏

# 上海四方鐵工廠有限公司

## THE SZE FONG MFG. CO.,

創首

造承

四方立式  
省煤式  
高壓管  
鍋水鍋  
鑪

鍋鑪  
引擎  
及其  
零件

◎ 歡迎定購 ◎ 樣本備索 ◎

廠址：迪化北路嚴家宅五號

事務所：南京路大同樓二一號

電話：二一三三八

電話：二一三三二

# 金華密業廠

出品十大優點：

產量強大	交貨迅速	檢驗仔細	售價低廉	尺寸準確	品質標準	選料考究	形式美觀	各廠承用	有口皆碑
------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

營業種類  
火磚  
火坭  
其他

製造廠：大統中路興一路一七號  
發行所：西寶興路七二六號  
事務所：天目路寶慶里六號  
電話：四七三六五號

# 專題論著

## 遞延交割交易之作用及其辦理經過

劉



### 一 前言

遞延交割交易自三十五年十一月開始試辦至三十七年四月奉令停辦，為時一年有半。從資本市場的觀點說，遞交雖然已成歷史陳蹟，但是遞交曾經發生了很大作用。其興廢的前因後果，仍然值得我們詳加檢討。

任何一種制度，創立頗難，而毀之則易。假使一種制度，試行無效，或成效不著，則毀之亦不足惜；反之，假使行之有效，忽而中途廢棄，殊值考慮。遞交自開始試辦之後，曾四度延期試辦，後來始由試辦改為正式辦理，終則奉令停辦。遞交既由數度試辦改為正式辦理，必係行之有效，不然，儘可在試辦階段中明令停辦。遞交由正式開辦未久之後，忽又決定取銷，在主管當局方面亦必有其取銷之理。本文擬就遞交開辦之作用，數度延期試辦之經過，由試辦到正式辦理之詳情，及奉令停辦之可能理由，源源本本，一一臚列如下，俾供關心證券業者之參攷。

### 二 遞交之作用與初次試辦

三十五年九月上海證交開業時，經濟大局已漸趨惡化，一方面暗息高昂，生產事業深感高利貸之苦；另一方面，遊資作

崇，或作金鈔投機，影響金融之安定；或作進口走私，影響國內產業之生存，適上海證交開業未久，有識之士，認為倘能利用證交之機構，設法吸引遊資入於一定範圍，則不但可以減少金、鈔、進口等之投機，且可使生產事業取得所需之長短期資金。因此在證交當局與有關各方縝密計議之後，遂於三十五年十一月十四日呈准財經兩部試辦遞延交割交易，當時指定永鈔、信和、美亞、新光、景福、勤興、永公及華豐八種股票，先行試做三個月，每期交易，自星期四上午起做，至下星期三前市止，星期五辦理交割，買賣雙方，按成交金額，繳納本證據金三成，其中一成為現金，二成為代用品。代用品部份，得以中央銀行指定之三十六家行莊書面保證抵充。每日存帳交易，如因市價漲落，依當日記帳價格計算之金額，與原成交總金額，發生損差時，按照損額，徵收追加證據金，以現金繳納辦理。

這種交易制度有下列幾點很顯然的作用：

(甲) 為大眾資金謀一穩妥出路：在通貨膨脹之下，人民握有相當資金時，決不致窖藏府庫，務必設法運用，如果不用於囤貨，即用於貸放。囤貨固為一般人所熱中，但囤貨也有其麻煩與風險；至於放款取息，又怕有倒帳或呆滯之虞，這確是有資者所感困難的事。遞交開辦之後，套利業務隨之展開。有

資金的人，無論鉅細，都可在遞交開始之日，賣進現貨，同時賣出同種同量遞貨，套取一週的利息，這種套利交易無論就客戶言，或生產事業言，或政府立場言，都是有良好作用的。

首先就客戶言，客戶將本求利，最重視的是：（一）資金的安全；（二）資金的流動性；（三）手續的簡便，遞交套利的完全具有這三種優點。套利是買進現貨，同時賣出遞貨，沒有價格變動的風險；套利是有真實股票過手的，是對證券信用，沒有普通以對人信用為基礎而借貸的風險；套利是有交易所從中協助的，沒有普通倒帳抵賴的風險，所以套利交易是至為安全的。其次，套利交易的時期為一星期，時期不能算長。假使一週期滿，資金需作其他用途，則即可自委託證券號取出。不然，亦可繼續轉套利，所以資金實富有相當流動性，決無呆滯之虞。再次，套利手續，也甚為簡便。當遞交開做以後，套利者必需要做兩筆交易（即買現賣遞兩筆需分開做），始可達到套利目的，這樣尚略有麻煩。證交有鑒及此，遂於三十五年十二月十二日前市起，實施『股票套利交易辦法』，使所有套利交易於一指定櫃前集中交易，叫價方法，亦只叫現遞差價，因此套利之經紀人感到莫大便利。經紀人有此便利，所以大量接收客戶參加套利之委託，三十六年度春，許多法人經紀人有『集團套利』之舉，吸引資金甚鉅。

次就生產事業言，證券市場既可吸引諾大資金，則產業資金當可增加來源，其詳情容次節說明。

再就政府立場言，在通貨膨脹下，政府最怕人民做法幣的空頭，無論人民是購買金鈔物資等，都無異是做法幣的空頭。套利交易可說是人民做法幣的多頭，表示人民在相當情形下，對法幣還有若干信心，所以願意以套利方式保持法幣，站在政府立場，這種經濟行為理應予以鼓勵。

（乙）為生產事業開闢資金來源：三十五年冬季，生產事業由於外貨的傾銷與高利貸的重負，可謂一息奄奄，不絕如縷。幸當時政府舉辦緊急貸款，勉渡難關。不過生產貸款並非固定性質，請准更非易事，這是眾所共知的事實。遞交開做以後，由於套利交易的頻繁，生產事業在短期資金的融通上，確是獲得很大便利。一個廠家當其需要資金時，可至股市以現交方式賣出其所握有之股票，而以遞交方式同時買進同種同量之股票，付出一週利息，取得其所需資金，假如這筆資金繼續需用，則亦可繼續貼息轉期。通過套利方式所取得之資金，不但手續簡便，而且利息屢較暗息為低。促成產業短期資金之融通，實為遞交套利功能之一。

（丙）為一般物價減少刺激：遞交開做之後，證券市場吸住遊資的功能因而增加。

證券市場為何可以吸住遊資？現代英美學者討論甚多。我們認為李奇（Reisch）的看法，比較合於中國現狀。他認為有了證券市場之後，社會上即有一大筆資金經常在牠裏面兜圈子，這筆資金即使流出證券市場，也需很長的時間。換言之，資金既為證券的買賣所佔用，即不能同時再用於購買商品，因此可以減少對物價之壓力。縱然一部份資金有時離開證券市場轉入商品市場，則這筆資金也因為在證券市場裏逗留甚久，而其流通速率較之直接通過商品市場已大為減緩。通貨流通速率的減退，即等於對商品的有效需求減低，自然對於物價的漲勢有相當緩和作用。

在遞交辦法方面，在我國銀行業務技術方面，都有助於證券市場吸住遊資。

按遞交辦法之規定，遞交是七日到期交割，在未到期之前祇須繳納一定之證金，即可有一週之觀望機會，所以做遞交的

較做現貨的為多。遞交業務擴大之後，遞交存帳所繳納之本證據金及追加證據金，隨之增加。這些證金流轉過程如下：客戶↓經紀人↓交易所↓中央銀行。當一客戶在擬做遞交之先，必須準備一筆資金存於相熟之證券號，既做之後，倘行情變動發生損益，則有繳納「追加證金」之必要，故須經常保持相當金額在手，不能移作他用。至於經紀人在代客買賣之後，無論客戶已否繳納證金，務須按期照章向交易所代客繳納證金，故經紀人隨時均須多持有若干頭寸俾便墊繳。任何一個經紀人代其所有客戶解繳之證金，可能大於其所有客戶繳納之證金；亦可能小於其所有客戶繳納之證金，惟通常多為後一種情形。換言之，交易所所收經紀人繳納之證金尚小於所有客戶向經紀人繳納之證金，此項餘剩證金即逗留於所有經紀人之手，在估計證券市場吸收遊資程度時，應予列入。

交易所收取證金後，即須繳存央行。俟交易了結後證金始可發還。遞交連續做開，證券市場即連續滯有若干證金。假使做遞交的客戶，在其到期前未行了結，則週五務必備現款交割，此類交割金額約佔上海存款總額百分之二至百分之二十三。至于每週四遞交套利資金為證券市場中現交金額之最鉅者。故證金、遞交交割金額、套利金額及每日現交金額均為證券市場吸引游資之主要項目。

在英美銀行組織完密的國家，因為收支清算的便捷，票據信用的可靠（絕少空頭支票），所以證券的重複買賣可以在很短期間內辦理妥善，這樣資金逗留在證券市場裏時間，可大為減少；可是中國的情形則迥然不同。目前一個做證券的人，當其買進證券之前，即須先事準備資金，因為票據交換每日僅有一次，而且交換手續並不便捷，無形中減少了購買證券者充分運用資金之时效。反之，假使一個客戶係賣出證券，則賣出證

券時並不能馬上取現，因為交易所規定現貨交易成立後須于次日交割，迨交割時取得支票，又不能全部當日抵用（因空頭支票盛行），因此賣出證券又不易立可取現。這樣的金融組織與信用習慣都足使證券市場的資金增加阻力。資金在證券市場逗留的愈多，則在商品市場逗留的愈少，自然減少一般物價的刺激力。

（丁）為證券市場增加活力：在祇有現貨交易的情形下，業股者除以現款收貨，或解貨收現外，做法甚少。所以場外對敲交易特別猖獗，而此種對敲交易，風險極大，小則危害證券事業之發展，大則足以擾亂整個金融市場（當股價有劇烈波動時，可能牽累有關之銀錢業）。遞交實行以後，證券交易方法增加，一部份對敲交易自然轉入場內，場內有一定的章則為之管理，交易之風險因而減少。在遞交方式之下，交易的方法至少增加六種：（一）以繳納保證金開做交易，增加觀望機會；（二）在遞交期滿之前，倘行情認為有利，可隨時以遞交「了結」之；（三）星期三後市可以現貨交易了結遞交交易；（四）多空雙方均可在星期四前市掉期貼息，使交易繼續延展下去；（五）星期五可實行遞交交割；（六）星期四前市可以現款或現貨套利。交易方法既然增加，則交易數額自必增加，股市自趨活潑。

三十五年十二月中旬以後，股市因遞交之開做，客觀環境之有利，股價冉冉上揚，交易數額劇增，當年十一月份每日平均成交金額為六十餘億元，十二月份即增至一百億元以上，迨至三十六年伊始，股市因受一般物價上漲之刺激，由復蘇而漸趨繁榮，業股散戶日衆，遊資紛紛來歸。在經濟大局極度波動之下，遞交初期試驗，尚著成效，三十六年二月中旬政府爰有二期試辦之核准。

### 三 遞交之再度延期試辦

遞交于三十六年二月中旬試辦期滿後，政府准再延長試辦三月，至五月中旬為止。

在此期內，適逢兩度物價漲風，以致引起股價上漲。第一次股價上漲起初是由于「黃金風潮」之刺激，二月中旬政府實施「經濟緊急措施方案」，放棄黃金政策，金鈔交易被禁買賣，致使一部遊資轉入股市，造成股市的繁榮；第二次股價漲風是在五月，也是由于物價上漲所引起。當時上海物價上漲以紗布食油等主要必需品價格為先導，而以糧食為中心。這類物價上漲原因，或由于來源缺乏，或值青黃不接，但主因則係東北流資大量來滬搶購物資所致。

三十六年五月股市所吸住之資金，平均每日達三千餘億元，約佔當月上海商業行莊存款總額百分之四十五（五月份存款總額為六六六、〇五三百萬元），造成空前記錄，茲列舉估計數字如下：

（甲）五月份各期套利平均金額約一千一百億元；

（乙）交易所所收本證據金額每日平均數為六百五十億元；

（丙）經紀人收入證據金每日平均至少六百五十餘億元；

（丁）客戶備繳之追加證據金每日平均約六百餘億元。

以上共計三千餘億元，其中除套利金額中之一部為廠商以「倒套利」方式取作產業短期資金外，餘則供多頭掉期之用，仍逗留于證券市場，至于各種證據金則大部為證券市場所套住，不能移作消費或其他投資投機之用。

除上述四項金額外，餘如每日現貨交割金額及星期五之遞交交割金額，亦經常吸住相當遊資，例如五月份現貨交割金額

平均每天約五十餘億元。

因為股市的如此繁榮，以致引起一部份有關人士的注意，適美金債券推銷，財經兩部遂于三十六年五月十六日令交易所經紀人保證金代用品部份，及遞交交易本證據金代用品部份，均應改用美金債券繳納，並按票面額以七折計算。至原訂書面保證辦法，應即于文到之日廢止。經紀人以事出倉卒，遂于十六日晚決議兩項請求：（一）為擁護美金債券起見，各經紀人身份保證金代用品部份三千萬元認繳美金債券，（二）遞交本證據金代用品部份，請依照現行交易所營業細則之規定仍請准將有價證券與美金債券（按照票面金額十足抵充）平行繳納抵充。證交接獲經紀人公會請求之公函後，即于五月十七日晨召開常務理事會，決議函請證交監理員辦公處將經紀人公會所提出之辦法，轉財經兩部核示，在未接批覆前，遞交本證據金仍照原有辦法辦理，而經紀人保證金代用品則仍應遵令改繳美金債券，按票面七折計算，並限于五月底前一律辦竣。

五月三十一日證交又奉財經兩部批覆「經紀人保證金代用品部份及遞交本證據金代用品部份改用美金債券繳納一節，仍應遵照前令辦理，惟舉辦之初，經紀人在手續方面，或尚有準備不及情事，茲特規定關於保證金代用品改繳美金債券部份，准交易所所擬，限于本年五月底前一律辦理完竣，仍按票面金額七折計算，至遞延交易本證據金代用品，亦應以美金債券，按照票面金額七折計算繳納，在美金債券尚待洽購以前，得暫以現金繳納抵充，仍限于六月十五日以前洽購完妥，于六月十六日起即須概以美金債券繳納，絕不再事通融，各經紀人應知承銷國家債券，係屬國民應有之義務，而交易所為特種營業，所有市場上一切事項，亦應遵守政府法令，毋得稍有違延，致干法辦」，同時遞交奉准，續辦至六月底止。證交當局奉令後

，即通知各經紀人遵辦。關於身份保證金代用品部份五月底認購期限，經紀人或不及辦理，准財經兩部上海交易所監理員辦公處函，展限至三十六年六月四日辦竣，至遞交本證據金代用品部份，仍限于六月十五日以前購繳完妥，其尚待洽購者，六月一日起應以現金抵充。

六月二日經紀人公會召開常務理事會，議決對財經兩部復令改繳美債時，再致函交易所向部方轉達三點要求：(一)經紀人保證金代用品改換美金債券，以時間匆促，請延至六月十五日前繳納；(二)遞交本證據金代用品，准以上市股票與美金債券並用，或繳納現金；(三)美金債券照票面金額十足抵用。證交接函後，當即召開常務理事會，決議將經紀人公會來函所要求三點，據情轉呈財經兩部候核。

六月三十日證交復奉財經兩部第三次批覆：(一)遞延交割業務，准予延期試辦三月，(二)遞交本證據金按交易額繳現金百分之五十，(一)(二)兩項均自七月一日起實行。

自五月十六日保證金改用美金債券公文發表後，經紀人深恐行情變化失常，故有主張于次日暫停營業者，次日(十七日)開市後，經紀人雖全體進場，但終以人心浮動，客戶手頭尚無美債可以提出，未敢下場，故交易未曾做開。十八日為例假停市，十九日市場恢復常態，惟行情一致軋小，甚至有多種跌達限度。嗣因證金問題久懸未決，人心渙散，加以銀根時緊，所以股市一進六月就更形疲擋。五月下旬至六月中旬，物價的漲風未止，而股票行市反多下瀉，尤以各種冷股下落最甚。

遞交本證據金改繳美債為何發生如許困難與影響呢？當時據多數經紀人的說法是這樣的：遞交本證據金是要客戶繳納，客戶如果為了買賣股票而購買美金債券，多少有些猶豫。他們之所以猶豫，因為(一)美金債券未曾上市，沒有公開市場的

買賣。假使為做股票而購美債，則股票的交易了結後，一部份資金就被債券凍結了。(二)如果為了做股票而購債券，客戶們認為不但要負擔股票上落的風險，且恐須負擔其他風險，因此反不如暫時停作股票。客戶抱了這種消極心理，因此影響了股票行情及其交易額。

茲將五六兩月股票成交金額及遞交存帳金額等列下，可知美債糾紛對股市之影響：

	五月份每日平均金額 (單位：百萬元)	六月份每日平均金額 (單位：百萬元)
成交金額	一七四、七〇〇	一一八、二〇〇
遞交存帳金額	一二六、四三三	九一、〇二八
本證據金額	六五、二八一	三五、〇七〇
遞交交割金額	一四七、六九九	八九、六七五

#### 四 遞交之三度延期試辦

三十六年六月證金問題解決之時，遞交奉准再行繼續試辦三月，時間自七月一日起至九月底止。

在這一段時期內，因證金加重，股市極為疲疲。我們若以七月第一週的股價與物價為基期，九月底物價約上升五成許，而股價反略形下降。遞交本證據金實收額並未因其規定成數增加而有所增加，相反地，却大為減少。交易所所收本證據金在七月份每日平均為二九、五五八百萬，八月份尚為二〇、二六〇百萬元，九月份則為一七、一六八百萬元。遞交證金增加之後，股市之所以衰落，其主因是股票交易的成本加重，一般客戶的本錢不夠，所以紛紛轉向場外。在此種情形下，就客戶言，場外交易有下列幾個特點：

(甲)場外交易不需太多本錢，普通祇收兩三成保證金，

如相識者保證金亦不納取，僅每日繳納因行情變動所生之『差金』，（類似場內之追加證據金）。

（乙）多以永紗為對敲對象，成交單位不拘，可以由兩萬股至數千萬股。

（丙）無一定交割期限，可隨時了結，亦可永久延宕下去。

（丁）空頭貼進利息，多頭貼出利息，在行情下落時，空頭每日除坐領利息外，尚有『差金』可得；而多頭每日除付利息外，尚須付出『差金』，故空頭坐享雙重利益，多頭則兩面吃虧。空頭有此基本利益，祇要一般大局對股市並不特別有利，則做空總較做多有利益，因此場外交易頓形猖獗。

證金增加之後，不但場外對敲活躍，而且場內做空亦較做多為有利。對多空雙方而言，證金雖同為五成，並無軒輊，但實際影響則殊有差別。因做空頭者總有若干現貨可作『現品提交』，做多頭者因不能以股票代繳，故須實繳五成現金。多頭負擔遠較空頭為重，立法者之原意雖無所偏頗，但實施結果則大異其趣。

在此時期內，一部學者及輿論均認為物價漲風變本加厲，而股價因證金問題疲莫能興，頗有部份遊資退出股市之象。物價問題關乎全民生計，物價不斷上漲影響國計民生者至鉅；而股票之流通固于一隅，股票之上漲無關民生，故與其讓物價不時狂跳，不如讓股價徐徐上升，反可增加人民投資證券之興趣，減少囤貨之企圖，故多主減低證金，以恢復股市之繁榮。有關當局為審慎將事，對減證一舉，未能果行。惟對遞交制度則均認有相當成效，有繼續存在之必要。

三十三年九月四日，交易所以遞交三度試行期滿，呈請財經兩部准予正式辦理，三十日得監理員辦公處轉部批：在未奉

行政院指令核示以前，暫仍繼續辦理，至十一月三日始奉兩部通知，該案經兩部會同決定，擬仍依以前規定辦法，自十月一日起再予繼續試辦三月，已轉奉行政院指令照准。

## 五 遞交之四度延期辦法

經三度試辦之後，有關主管當局為慎重起見，再作第四次試辦，試辦期限為三十五年十月一日至十二月底。

在此時期內，物價依然大漲，而股價續疲，情勢殊為可慮，十月杪全國經濟委員會遂派劉振東、施奎齡、黃元彬三委員來滬調查真象。結果提出兩項建議：（一）減低上海證券交易所遞交交易之本證據金；（二）提高國家銀行存息。建議中謂『遞交證金原為三成，自增為五成後，遊資逐漸離去，轉向于囤貨之途，影響物價至巨，今如重行予以減低，以後當可誘導遊資重入證券市場，且因此可使其轉入生產事業』。此項建議當時曾經全經會正式通過，交財政部酌量辦理，旋財部提交行政院會議決。十一月二十四日政院會議認為減低該項證金，不能達到吸收遊資目的，反有便利投機可能，影響金融市場，決定仍維持從前辦法，不予減低。

證金減低既無希望，而一般環境又多不利，故本期十月及十一月內股市一籌莫展，其中尤以十月份最為寥落。存帳金額由七月份每日平均之五六、一三九百萬元減至十月份每日平均之三二、六九四百萬元；本證據金由七月份之二九、五五八百萬元減至十月份之一七、〇二四百萬元，交易稅亦隨之銳減。

股市的衰落，我們不能說完全由于證金增加的結果。其他因素也有關係，在某種情形下，證金確有增加之必要；可是在另一種情形下，證金則有減低之必要。證金徵收的作用本在保



障交易，抑制投機，與吸住遊資。三十六年五六月間上海證券市場過于活躍，雖然吸住了大量遊資，可是潛伏着動盪之象，政府于此時增加證金五成，限制了經紀人的交易數量，對證券交易增加了保障，確為適時之舉。可是八月以後由于上市各股增資完成，股票籌碼頓形膨脹，（大型股膨脹最巨），市場消納不及，股票行市本因之疲弱，而證金又無彈性，以致場內交易轉向場外，場外大肆猖獗，投機反而益厲，從整個證券市場的觀點說，證金硬性增加之後，不但不能抑制投機，反而助長場外投機。其次，因為一般人對證券購買之興趣減退，（在三十六年春季金鈔禁止交易後，許多散户多以購買證券保存幣值，下季則適相反），游資遂不入股而趨于物資，由上面所舉各種數字足證證金增加之後，不但不能吸住更多遊資，反而驅散遊資，效果與初衷適得其反。遞交本證據金的作用，三者已失去其二，所以在當時看來，實在有重新考慮之必要。當時證券業方面以及輿論方面，均提出不少意見，希望證金能有相當彈性，以適應環境之變遷。

三十六年十二月股價開始回升，一方面因為八九十數月內股價過疲，應形回漲；另一方面則因當時遊資泛濫，米鈔金鈔等價猛漲所激成，該期內股價已完全立于被動地位，股市的動向完全以商品市場的動向為轉移。

## 六 由正式辦理到停辦

三十七年一月四日，交易所奉行政院指令依照現行辦法正式辦理遞交。遞交正式辦理後，股市人心趨于穩定，加以有關各方加意維繫，交易技術不斷改進，（如股票收據改用正式股票交割期限之變通，遞交存帳金額限制之放寬），故股市走勢甚為正常，尤足稱道者為場外對敲之停止。場外對敲為患已久

，我們已于上節詳列其弊。自遞交正式開辦後，股市交易既甚為活潑，有關方面遂力勸經紀人自肅自檢，即時停止場外對敲，免致迫令停業，以貽後悔。經紀人方面深體此意，反過去積習痼弊，決議於三月一日起停止對敲交易，自此所有對敲交易均轉入場內，客戶買賣概以場內行情為依歸，股市發展至此，實已奠定資本市場擴拓之初基。對敲停止以後，場內交易激增，二月份每日平均成交金額尚為三千三百餘億元，三月份即增至一萬餘億元；二月份平均每日存帳金額為三百六十餘億元，三月份即增至一千六百餘億元；二月份平均每日日本證據金額為一百七十餘億元，三月份平均每日則為八百餘億元。我們曾在上述說過，三十六年五六月間交易固極為活躍，但潛伏着若干動盪疑懼跡象，但三十六年三月股市交易亦極為靈活，惟絕無險象可言，其主要原因一方面由於人心穩定以及交易技術之應時改進，使股市趨於正常；另一方面五成證金在當時足以吸住澎湃兇猛之遊資，籍制股價之猛漲。證金的為是為非，當視環境而定。三十六年下手證金增收五成之時，由於當時股票籌碼膨脹速率大於通貨增入股市速率，所以五成證金束縛了股市之發展；三十七年三月之情形則頗有不同，由於通貨大量增發，故遊資之膨脹速率大於股票膨脹速率（股票尚少增資），所以股價應形上漲，但五成證金則可抑制其上漲失常。由這裏我們也看出證金之應具有彈性，確有事實上之必要。

遞交正式辦理後，股市甚為正常，已如上述。三十七年四月四日星期日晚十時許，交易所接到監理員辦公處通知：以行政院鑒於本所遞交業務，係屬期貨交易，買進賣出常同為一人，殊背提倡投資，協助生產事業之本旨，值茲動員戡亂期內，此項投機性質之交易，對於國家經濟政策及社會金融，尤多妨害，所以應予取締，轉令交易所遞交業務統自二十七年四月五

日起停做，其已做未結之帳戶，准照原約定日期清結，不得再行延展，以後業務應以現貨交易為限，不得以任何方式，舉辦期貨交易。交易所為配合國策，奉行政令，決定所有遞延交割交易，自三十七年四月五日前市起停止新交易，如有了結交易，做至四月七日（星期三）前市為止，其未結存帳，仍照原約定日期四月九日（星期五）辦理交割，並徇經紀人公會之請，決定各經紀人代客戶了結本期遞交，原有相互軋抵部份之交易，致存帳發生差額時，仍照原辦法徵收本證據金五成，每一經紀人存帳額，仍以國幣二百億元為限，均商得監理員同意後，公告實行，四月九日星期五，交割手續如期辦理清楚。

在遞交奉令停辦之前日四月三日（星期六），交易所遞交存帳金額為一千〇五十五億元，經紀人方面交易存帳總金額估計約達二萬餘億元，因遞交停令過促，處置稍一不慎，可能發生金融風波，幸有關各方應付周密，安渡難關。

依據政府取銷遞交之理由而言，與事實殊有不符。所謂「買進賣出常同為一人，殊背提倡投資，協助生產事業之本旨」等語，想係指套利交易而言，套利交易曾如本文第二節所述，其作用為產業所需短期資金之媒介，牠一方面吸取了人民大量遊資（順套），一方面供給廠家生產資金（倒套），這種交易確為短期投資足以協助生產事業解決一部資金困難，無論站在政府立場或生產事業立場或擁有遊資者的立場都是非常贊同的。所以許多人都認為當局停辦的理由必不在此，而係另有理由。有人說遞交套利的利率太高，足以刺激一般利率，影響

政府債券的推銷，這種說法也不合於事實。例如新華銀行自舉辦集團套利以來，套利利率最低時為四分，最高時為四角許，而同期內暗息最高時達五角多。最後一期套利利率為二角三分，而暗息則為三角。所以套利利率通常均較暗息為低。套利利率也不會刺激一般利率，因為利率的高低，決於資金之供需，假使資金的需求大於供給，則利率必然上漲。套利交易吸收了一部份社會遊資，同時也供給了廠商一部份資金，無論如何不致於提高市場利率，而且有時且有助於市場利率之平抑。因為持有資金的人假如沒有證券市場這種套利方法，他們必然把大部資金在商品市場購買，而不在資金市場上去貸放，這樣不但減少了資金的供給，而且助長物價；另一方面，需要資金的人假使沒有這種方便的倒套利的方法，他們很可能向黑市求貸，這樣對黑市資金的需求增加，必然促使黑市利率上升。而且套利利率若萬一較暗息為高，則參加套利的資金就可能增加，套利利率即可回落，所以套利利率不致太高，也不可能刺激一般利率。

綜上所述，遞交的停辦，決不在遞交制度本身的失敗，而是因為政府在改變經濟政策的過程中，有暫行停辦之必要。將來的演變如何，惟待事實之證明。

附表：

統 計 各 項 交 遞

35 年 11 月 至 37 年 4 月

單 位：百 萬 元

日 期	遞 交 成 交 金 額 總 額 (包 括 內 轉 帳)	遞 交 交 割 金 額 每 週 平 均	遞 交 存 帳 金 額 每 日 平 均	遞 交 本 證 據 金 額 每 日 平 均
35 年 11 月	52,871	2,994	—	1,815
12 月	150,572	4,234	4,894	2,581
36 年 1 月	129,017	6,305	6,190	3,275
2 月	540,976	18,101	20,404	10,249
3 月	1,344,308	47,895	48,288	24,749
4 月	2,666,041	69,112	126,094	41,040
5 月	3,473,108	147,699	126,433	65,281
6 月	2,000,137	89,675	91,028	35,070
7 月	1,960,261	80,445	56,139	29,558
8 月	1,305,870	40,167	38,640	20,260
9 月	1,422,462	34,662	32,864	17,168
10 月	1,894,074	34,583	32,694	17,024
11 月	2,075,991	84,940	32,440	16,211
12 月	2,607,602	110,230	38,937	20,049
37 年 1 月	3,466,935	45,365	48,527	24,276
2 月	2,748,695	37,545	36,033	17,438
3 月	16,720,002	151,647	162,385	81,401
4 月	2,212,081	122,676	94,744	53,954

資 本 市 場

「場 市 券 證」名 原

第 一 卷 第 四 期

專 題 論 著

資 本 市 場 總 論

楊 蔭 溥

吾 國 資 本 市 場 之 過 去 與 現 在

鄒 宗 伊

英 國 資 本 市 場 之 過 去 與 現 在

鄭 學 稼

美 國 資 本 市 場 之 變 遷

祝 百 英

實 業 銀 行 在 資 本 市 場 之 地 位

莊 智 煥

證 券 交 易 所 在 資 本 市 場 之 地 位

華 文 煜

市 況 分 析

市 場 動 態

工 商 調 查

中 國 絲 織 業 股 份 有 限 公 司 概 況

上 海 絲 織 業 概 況

理 財 實 務

財 務 報 告 分 析 之 理 論 與 方 法 (下) 吳 承 明

外 情 介 紹

德 國 通 貨 膨 脹 下 的 物 價 與 股 價 (下)

錢 修 吾

時 論 彙 輯

遞 交 問 題 特 輯

出 售 國 營 事 業 問 題 特 輯

復 興 金 融 公 司 的 設 立 問 題

參 考 資 料

證 券 上 市 股 票 發 行 公 司 增 資 一 覽 表

部 頒 增 資 新 股 上 市 補 充 規 定 遵 行 經 過

統 計 資 料

民 國 三 十 七 年 三 月 份 統 計

# 證交上市公司增資問題總檢討

吳羣敢

自去春以來，證交上市公司之增資風氣，盛極一時，增資消息接踵而來，增資糾紛亦時有所聞，對於增資之意義何在、其影響如何及繳款期限、上市手續等項問題，頗為投資者、企業家以至社會人士所普遍關切，報刊討論亦甚熱烈；茲特將現有資料作一總結，並略抒己見，藉以促醒注意，共圖商討。

首先、自公司增資之歷史演變推論當前增資之特質。

公司增資非始於今日，戰前各家公司亦屢有增資，試以上市熱門股票為例，永安紗廠自民國十一年六百萬元增至十九年一千二百萬元（即增資一倍），永安公司自民國七年二百五十萬元增至二十六年一千五百萬元（即增資六倍），勤興襪衫自民國二十年三萬三千六百元增至二十四年十六萬八千元（即增資五倍），中法藥房自民國四年十萬元增至二十三年六十萬元（即增資六倍）。此時幣值至為穩定，增資既以現款納繳，自可用作擴增資產或發展營業，故增資為公司增產（或繁榮）之動因與尺度。此為增資之第一階段。

但自抗戰爆發後，通貨漸趨膨脹，幣值日賤，物價繼漲，各公司原有資本額相形之下，均渺不足道，公司對外信用固受限制，而營利法人所得稅、過份利得稅依其營業額與資本額之比例累進徵課，尤使各公司深受『虛盈實稅』之苦。於是各公司紛謀調整資本，增募資金，在工商界一再呼籲之下，國民政府行政院曾於三十三年頒佈『營利法人戰時估值增資辦法』十

九條，規定重估資本額不得超過原有資本額八倍，但後因稅務機關堅決反對及其他事實困難，終未施行。至於淪陷區在敵偽時代管制較鬆，據蕭觀耀君統計，在三十二年度增資者計有一百三十四家，增資金額達偽幣十六億元（見銀行週報第二十八卷三四合期），至該年十二月十六日偽府始頒佈『公司增資登記限制暫行辦法』五條，其二三兩條最為重要，可摘錄如右：

『二、凡公司增資應申述增資理由及認股方法，呈由地方主管官署轉呈實業部核准，其未經核准者不得增資。

『三、凡公司增資應受下列各項之限制：

（甲）公司未呈准登記核發執照者不得增資；

（乙）公司於一年之內不得兩度增資；

（丙）公司增資不得以貨物原料升值作股；

（丁）公司增資其成立在兩年以上者，得以營業上使

用之房屋、地產、機器、生財升值作股，其升值

價額不得超過原值一倍，並應將固有資產原價證

明文件、會計師查帳證明文件、歷屆資產負債表

及營業報告書等一併呈核，必要時由部派員或令

飭當地主管官署查驗；

（戊）公司增資不得以饋贈酬謝等類辦法作股；

（己）公司增資除依本條第四項升值作股外，不得以

其他升股辦法作股。』

勝利以後，政府鑒於淪陷期間各公司歷經多次增資，而其估值方法互異，且其資本額確與現實幣值相去太遠，爰於三十

五年十二月二十八日頒佈『工礦運輸事業重估固定資產價值調整資本辦法』十項，其最重要第一、第三、第七等三項可摘錄如右：

『(一)工礦運輸事業具有左列各款情事之一時，得將原有固定資產重行估價，調整其資本額：

(甲)因受物價影響致原有資本不敷營運周轉須增募新股時；

(乙)擴充所營事業須增募新股時；

(丙)與他組織合併經營須重行調整資本時。

前項估價增資以一次為限，并限於民國三十六年內辦理完竣。

『(三)工礦運輸事業之各項固定資產除土地外，以其購置時原價，減去截至三十四年止折舊損耗而得剩餘價。

前項剩餘價，乘三十五年全國躉售物價指數，對購置年同項指數之倍數，折半後，而得重估價之最高限額。其計算公式如下：

重估價之最高限額 = (購置時原價 - 折舊損耗) ×

$\frac{35年全國躉售物價指數}{購置年全國躉售物價指數} \times 1$

或 = 剩餘價 × 物價倍數折半之最高限 (據後擬「補充辦法

」規定除土地外，其餘各項固定資產重估價最高限額為一千八百倍)。

時價較重估價為低者隨其時價。

『(七)重估固定資產價值，調整資本原額之工礦運輸事業，依本辦法為估價增資時，至少應按所增估之價值總額五分之一，另行招募現金新股。』

自『工礦運輸事業固定資產重估價調整資本辦法』頒行以

後，各上市公司於三十六年春夏之交紛紛重估固定資產升值增資。此次增資雖曾規定由於『受物價影響致原有資本不敷營運週轉或擴充所營事業』，但大體言之，其整個時代意義仍在於統一調整戰時及戰後工礦運輸各業之資本額，一則消除在戰時及戰後初期工礦運輸各業紊亂異常之歷次增資方法，二則略可減輕工礦運輸事業『虛盈實稅』之負荷，可謂之完全適應於復員時期之需要，事實上既不能使工礦運輸事業獲得大量營運資金，又不足以擴增新的資產，絕不能與戰前(第一階段)公司增資之意義相提並論。觀之條文規定增資不得超過一千八百倍(僅及三十五年度物價平均指數之半)，且祇得增資一次，增資之意義實至明顯。此為增資之第二階段也。

一年以來，由於幣值更形貶落，公司資本名義上之數額在客觀上自有依照幣值再加調整之必要，更由於成本高昂，實銷呆滯，各業廠商均非有大量資金不足以維持週轉；而市面利率高昂，非一般廠商所敢問津，長期資金尤告貸無門(不但公司債無從發行，即使俾得政府工資之青睞亦屬杯水車薪)，在此情景下，各公司當局主觀上均有從股東增資認股中獲得長期資金之願望；於是一年以來，各上市公司紛紛藉助於證券市場重行增資，甚至故意高估其資本價值，一面慷慨贈股形成人為的優惠條件，一面強迫認股吸收大量資金，一次增資以後，尚有兩次而至三次者。此外，增資風氣之所以如此鼎盛者，尚有兩個外因：一是我國對於公司增資之次數與倍數尚無法律上之限制，僅需股東會多數通過，即可無限制增資；二為證券市場每逢股票增資前後，在人為因素下，迭有漲停表演，股東每多樂於通過增資辦法，於是增資風氣遂愈演愈甚；此為增資之第三階段。

概括言之，在戰前而至抗戰初期，幣值甚為穩定，增資之

意義多為增設資產，擴充營業；在抗戰以後而至復員時期，增資之意義多以參照幣值，統一重估各業資本以減輕「虛盈實稅」之負擔為主，保本已屬幸事，擴充實不可能；及至去夏以後，通貨惡性膨脹，廠商處境更為困苦，增資者，旨在獲得長期資金以維持營業之週轉；伴隨着工商業困境有增無己，增資次數、倍數亦復感况空前，但其意義誠不能與戰前同日而語也。

二

當前公司增資之特質雖如上述，但為要確切說明當前上市公司增資之實況及其影響之深度，吾人尚應自數量上逐一檢討

各上市公司歷次增資之經過。

各上市公司在抗戰期間，由於幣制紊亂，幣值日貶，均曾有多次增資，但其具體辦法頗難查考，且經三十五年夏依照政府所頒「收復區公司登記辦法」統一調整（或重估）資本以後，以前歷次增資經過較不重要，似可從略。故下表所列各上市公司增資數字，除創立時期原資本額外，僅有復員時調整（或重估）資本以及上市前後歷次增資數字；凡上市後歷次增資所繳股款、數額、繳款所占比例以及新資本較復員時所調整（或重估）資本額之倍數，資料許可者，均有統計，個別謬誤之處或亦在所難免，但大體上當可視為正確。自下表中吾人可知：

公司名稱	創立資本		復員時統一調整(或重估)之資本額		第一次增資(單位:百萬)				第二次增資(單位:百萬)				第三次增資(單位:百萬)				上市後增資總額(單位:百萬)		
	年月	金額(千元)	年月	金額(百萬元)	年月	金額	增資種類	增資後資本額	增資後資本較復員時增加之倍數	年月	金額	增資種類	增資後資本額	增資後資本較復員時增加之倍數	年月	金額		增資種類	增資後資本額
大通紗廠	九·二	六,000	三·三	六,000	三·五	一,000	增資	七,000	1.167	三·一	七,000	增資	七,000	1.000	一·八	一,000	增資	八,000	1.143
中紡紗廠	三·二	一,600	三·三	一,600	三·五	二,900	增資	4,500	2.813	三·六	一,400	增資	5,900	3.688	三·七	一,000	增資	6,900	4.288
永安紗廠	三·三	三,000	三·三	三,000	三·五	一,100	增資	4,100	1.367	三·六	一,800	增資	5,900	1.967	三·七	一,000	增資	6,900	2.300
信和紗廠	二·二	三,000	三·四	三,000	三·五	四,000	增資	7,000	2.333	三·六	一,000	增資	8,000	2.667	三·七	一,000	增資	9,000	3.000
統益紗廠	九	三,000	三·三	三,000	三·五	六,000	增資	9,000	3.000	三·六	一,000	增資	10,000	3.333	三·七	一,000	增資	11,000	3.667
榮豐紗廠	二·七	五,000	三·三	五,000	三·五	一,000	增資	6,000	1.200	三·六	一,000	增資	7,000	1.400	三·七	一,000	增資	8,000	1.600
恆豐紗廠	光緒三	三,000	三·三	三,000	三·五	一,000	增資	4,000	1.333	三·六	一,000	增資	5,000	1.667	三·七	一,000	增資	6,000	2.000
中國內衣	一·八	二,000	三·五	二,000	三·六	一,000	增資	3,000	1.500	三·七	一,000	增資	4,000	2.000	三·八	一,000	增資	5,000	2.500
新光內衣	三·三	三,000	三·四	三,000	三·五	一,000	增資	4,000	1.333	三·六	一,000	增資	5,000	1.667	三·七	一,000	增資	6,000	2.000
榮福內衣	三·一	三,000	三·四	三,000	三·五	一,000	增資	4,000	1.333	三·六	一,000	增資	5,000	1.667	三·七	一,000	增資	6,000	2.000

景輪彩機	載前	二四〇	二四・三	五〇	三六・二	五〇〇	四〇〇	一,〇〇〇	二〇	三五五%	三六・二	四,〇〇〇	五,〇〇〇	一〇,〇〇〇	二〇〇	一〇〇%	五,〇〇〇
勸興機彩	二〇	三三六	三五・四	一〇〇	三六・四	八〇〇	四〇〇	一,六〇〇	三三	三三・三%	三六・一〇	五,〇〇〇	六,七〇〇	一三,〇〇〇	九六五〇%	三三・五	二六,八九〇
五和織造	一七	二二〇	二四・七	二	二六・四	三五三	一〇〇	一,三〇〇	五〇	三五二%	三三・二	一〇,八〇〇	一三,〇〇〇	三三,〇〇〇	五〇〇	九〇%	二六,八九〇
美亞織綢	二四	二〇〇〇	二四・一	〇〇	三六・五	三〇〇	五〇	九〇〇	九〇	三九六%	三七・三六	四,〇〇〇	九,〇〇〇	一八,〇〇〇	四,五〇〇	五〇%	二六,八九〇
中國絲業	三二	三〇,〇〇〇	三五・五	五〇	三六・三	一,五〇〇	五〇〇	一〇,〇〇〇	一〇〇	一〇〇%							
新亞藥廠	一六	一〇	三二・三	一三〇	三六・二	二,八九〇	三,〇〇〇	六,〇〇〇	五〇	三五〇%							
信誼藥廠	一九	一〇〇	三五	五〇	三五・一〇		一,〇〇〇		二〇		三六・二	六,〇〇〇	三,〇〇〇	一〇,〇〇〇	二〇〇	二〇〇%	
大中華	二六	三,六五〇	三五	一〇〇	三六・八	三,〇〇〇	五,〇〇〇	三,〇〇〇	五〇	三五八%							
華豐糖業	一七	三〇〇	三五・六	三〇	三五・六		三〇	三〇〇	一〇		三六・五	三,八五〇	四,〇〇〇	二〇	二〇%	二〇〇	
中國水泥	二六	五,〇〇〇	三五・六	六〇	三五・六		九〇〇		一六		三六・五	九,一〇〇	一〇,〇〇〇	一〇,〇〇〇	一六七	〇	
九福製藥	二〇	二〇〇	三五・六	五〇	三六・六	二一〇	三〇	三〇〇	四二五%								
中法藥房	四	一〇〇	三五	五〇	三五・二	五〇	五〇	五〇	三三		三六・四	二,七〇〇	二,一〇〇	五,〇〇〇	二〇	三〇〇%	
華新水泥	三三	三〇,〇〇〇	三五・六	四〇	三五・六		一〇,〇〇〇		五〇〇		三六・八	二,〇〇〇	六,〇〇〇	二,〇〇〇	六五〇		
永安公司	一六	五,〇〇〇	三五・七	一,〇〇〇	三六・九	四,〇〇〇	二,〇〇〇	二,〇〇〇	二五八〇%								
麗安百貨	三三	二,〇〇〇	三五・五	三〇	三六・四	四〇	四〇	四〇	一五九三%		三六・二	二,〇〇〇	二,〇〇〇	三,一五〇	一〇五六%		
國貨公司	一一	一〇〇	三五・六	四八	三六・四	四三三	二六〇	二〇	一〇九〇%		三六・三	五,七六〇	二,〇〇〇	二,〇〇〇	二五〇八九%		
新華百貨	二八	五・六	三五・四	七五	三五・八		七五〇	一〇			三六・二	二,三五〇	三,〇〇〇	六,〇〇〇	八〇五〇%		
永業地產	三二	七,五〇〇	三五・五	二〇													
聯華地產	三二	五,〇〇〇	三五・六	五〇	三五・六	一〇〇											
商務印書館	二二	三,〇〇〇	三四・三	五	三六・一〇	七,九九五	二,〇〇〇	二,〇〇〇	二〇〇〇	三〇%							
開北水電	一八	八,八六三	三四・三	九	三五・八	八,八九一	八,一〇〇	三,〇〇〇	三〇〇	三〇%							
中興輪船	二六	一,五〇〇	三五・八	七五〇	三六・六	二,二五〇	一,五〇〇	四,五〇〇	六三三%								

第一、在上市三十二家公司，除永業地產外，自復員時統一調整（或重估）資本後，均曾多次增資，計增資一次者有榮

豐紗廠、恆豐紗廠、中國絲業、新亞藥廠、大中華火柴、九福製藥、永安公司、聯華地產、商務印書館、開北水電、中興輪

船等十一家公司。增資兩次者有中紗紡廠、永安紗廠、信和紗廠、統益紗廠、中國內衣、景綸衫襪、五和織造、美亞織綢、信誼藥廠、中國水泥、中法藥房、華新水泥、麗安百貨、國貨公司、新華百貨等十五家公司，增資已達三次者則有大通紗廠、新光內衣、景福衫襪、勤興襪衫、華豐搪瓷等五家公司。且其中大多在證券交易所上市後始行舉辦增資者。

第二、如將現有資本與復員時統一調整（或重估）之資本比較，則吾人對於兩年來各上市公司資本膨脹的程度，可獲得一個粗略概念。但各公司或有依偽幣一作一調整資本，或有重新重估資本者，辦法殊不一致；而且各公司復員時調整（或重估）資本時期與最後一次增資時期各有不同，亦難一一詳加比較；但大體言之，自三十五年五月至今今年五月（第一週），按中國經濟研究所所編上海批發物價指數不過自三、八三三增至五八四、七〇〇（即增一百五十二倍），自三十四年十二月至今今年五月（第一週）亦僅自一、七五〇增至五八四、七〇〇（即增三百三十四倍），而上表所列，各上市公司新增資本額在去年下半年均較其調整（或重估）資本增加一兩百倍以上（例外的僅有中紡、信和、恆豐、中絲、新亞、火柴、九福、永公、新華、聯華、中興等十一家）。尤以戰時增資較少的商務印書館增加了二千倍，開北水電增加三千倍，永安紗廠增加五千倍，最為顯著；及至今春，華豐搪瓷增資了一千二百倍，新光內衣一千二百七十倍，景福衫襪二千六百二十五倍，美亞織綢達四千五百倍，兩年以來，這幾家熱門股票公司資本總額的調整，實是倍數空前，并使同時期的物價漲率望塵莫及！

第三、在各上市公司歷次增資辦法中，除中國水泥不以現金增資外，由股東以現款繳納者大多占新資本額百分之四十至百分之六十，低於此數者僅有九福（百分之十五）、美亞第一

次增資（百分之十六）、中紡、統益、恆豐、商務（此四家均占百分之二十）、信誼、開北（占百分之三十）、中興及新光第一次增資（占百分之三十三）等十次；而認繳額占新資本百分之八十以上者有大通紗廠第二次增資及榮豐、永公等三次；至五和織造第二次增資、華豐搪瓷第二三兩次增資、麗安百貨第一二兩次增資，國貨公司第一次增資均全部以現款繳納，各上市公司欲藉增資吸收產業資金在此獲得了最明顯的證據，而上述各上市公司資本額的不斷調整（而至日趨膨脹）在此也獲得一個顯明的解答。

第四、在上表最後一欄『上市後增資繳款總額』中，各增資公司（除中國水泥不以現金增資外）在增資過程中所獲得資金總計均在數十億以上（例外的僅中絲、九福兩家），永安紗廠過去歷次增資均不需股東認繳現款，而去夏增資則破例向股東收款達三百億之多，永安公司亦達兩百億，今春以來，各上市公司對於認繳股款更見積極，計華豐三百七十八億、勤興四百零三億、美亞九百億、新光一千零六十四億、景福更達二千一百億之多。由於幣值貶落過甚，此項數字所代表之價值自不能以今日眼光視之，但如以廠商所得之工資數字比較，則兩者懸殊，至為明顯。據筆者統計：『在過去一年之內，數百廠家向貼放委員會申請實得貸款（依八折計算）不過九百餘億，而一年之內二十餘家上市公司通過證券市場所獲得的長期資金即近一千四百億元。姑不論政府放款（依賴發行）與廠商增資（吸收游資）兩者在性質上和影響上如何不同，即以其獲得資金之數額和手續之難易而論，證券市場誘導廠商獲致長期資金增募之便利，實不容忽視。』（資本市場第一卷第一期：『一年來之上海股市』）去年十一月以後，政府禁止工資，由在此期間內中國內衣、新光內衣、景福衫襪、勤興襪衫、五和織造、



美亞織綢、華豐搪瓷等七家上市公司自證券市場中獲得之產業資金即達五千一百十三億元之多，增資認股對於當前上市公司資金困難之解救，自至明顯。

由此觀之，自去春以來，各上市公司（尤其是新光、景福、華豐等小熱股）的資本額業已極度擴張，而擴張之目的；在於大量吸收股東所認之股款，以解救當前工商業資金緊逼之危難；為要使股東樂於認股，各家廠商每多虛估資產價值，擴大贈股部份，並在增資前後設法抬抬行情，造成增資條件人為的優惠。如此增資對於廠商資金之增募與現有營業之週轉固大有裨益；但一經飽和之後，一方面過份加重股東負擔，使投資者望而却步，另一方面形成股票籌碼極度擴張，加深股市膨脹之危機。一般股東對於公司增資之態度，今年已不如去年之興奮（甚至有抱怨與公開反對者）；而股市行情對於增資之反應，今年亦不如去年之熱烈（甚至有聞增資而跌停板者）。如此，似可說明當前上市公司之增資大多已臻飽和。至於過份高估固定資產（具體表現即為大量贈股）所形成之股票籌碼極度膨脹，對於股市之惡劣影響，亦非無例可證，早在敵偽時期末年，股市亦有類似情形，朱斯煌先生三十三年秋即曾指出：當時「一般企業一方因資金需要之迫切，一方受股價高漲之激勵，於是相率增資，一年內增資數度者屢見不鮮。股市每因增資之頻傳，價格亦扶搖直上，股價愈漲，增資之風愈甚，增資之法亦愈多，致使股票籌碼不斷增加，其所以造成今年上半年一蹶不振之局面者，原因雖多，而籌碼之膨脹，實為主因。」（銀行週報第二十八卷第二十九、三十合期）為要減輕股東負擔與防止股市危機，合理地限制公司增資，實為當務之急；至於個別廠商為其長期利益或其上市股票前途計，亦應放棄眼前一時之利益焉！

## 三

但上市公司任意增資（致使投資者畏縮不前，股市籌碼過度膨脹）之現象，僅為我國現行公司法對於公司增資次數與修數等項未有合理限制之結果；除此以外，尚有一嚴重現象至堪注意者，即各上市公司在增資過程中，為貪圖迅速獲致資金起見，每多違反公司法之規定，限令股東在最短期限內繳清股款（否則即作放棄權利論），往往使大多數中小股東倉促間無力繳款，祇得忍痛脫售，影響所及，更使投資者望而却步，股票行情遭受打擊。

按我國公司法對於中小股東權益之維護，頗為週詳，在公司增資添募新股時，尤恐公司當局操之過切，致使中小股東權益遭受侵佔，故特規定將認股與繳款分為兩個階段，由董事會備置認股書，載明增加資本決議之年月日、增加資本總額、每股金額及第一次繳納之股款等項，經認股人填寫所認股款、金額、住所并簽名蓋章後，公司對於認股人始有催繳股款之責權，而認股人始有繳納股款之義務（參閱公司法第二百五十三條）。而且，公司法第二百五十九條規定公司增資時準用公司法第一百三十九條之規定，第一百三十九條文為：「認股人延欠第一次應繳之股款時，發起人應定一個月以上之期限，催告該認股人照繳，並聲明逾期不繳失其權利。發起人已為前項之催告，認股人不照徵者，即失其權利，所認股份另行募集。」又於第一百六十五條規定「公司每屆收取股款，應於一個月前向各股東分別催告，股款屆期不繳者，公司得再定一月以上之期限，分別催告及公告，并聲明逾期不繳者，喪失其股東之權利。公司已為前項之催告及公告，股東仍不照繳者，即喪失其股東之權利。公司負責人違反本條催告及公告期限之規定時，得

各課五百元以下之罰鍰。』至於催告方式，法無明定，通以書面由郵局掛號通知，并依民法第九十五條及第一百二十條所載，以文到後翌日起算。是則，公司在增資前必需先經認股階段，而後始得催繳，催繳之文寄到一個月後認股人仍不如數繳款者，始得作為棄權論，條文文義與立法原意，均至明顯。

但試檢討右表所列各上市公司增資經過，吾人可知各上市公司均未遵照公司法之規定辦理：

第一、各公司增資時均未經自由認股階段，往往由董事會召開臨時股東會，股東會通過後，即為強迫增資；但事實上認股權為股東之私益權，絕非股東會之決議所能對抗。

第二、繳款時間過於短促，右表所列除永紗、九福、開北水電及商務印書館四家外，繳款期限均在一月之下（平均僅及十二天），即使自股東會通過增資辦法之翌日算起而至繳款截止日為止，時日亦極短促（平均僅有十八天），每使股東籌措不及，無力增資，尤其新光、景福、勤興三家期限最短，新光繳款期限第一次五天（自股東會議決翌日起算為十二天），第二次七天（自股東會議決翌日起算亦為七天，是即今日股東會通過，明日即開始收款），第三次六天（自股東會議決起算為十四天）；景福第一次繳款期限十一（十三）天，第二次六（六）天，第三次六（九）天；勤興第一次繳款期限十（十一）天，第二次四（四）天，第三次八（九）天，是則自股東會通過後四五日至兩星期內即需繳款增資完畢，如此閃電式繳款辦法，完全不顧中小股東利益，而且違反公司法之規定；但有關係局仍准予變更登記，似未注意及此。

第三、各上市公司歷次增資公告均曾載明『逾期不繳者以放棄權利論，由董事會負責募足之』，股東逾期不繳股款，自不能聽其自然，以免妨礙業務，但當前增資款額既如此龐大，

公司名稱	上市後第一次增資		上市後第二次增資		上市後第三次增資		備註
	年月	繳款期限 (括弧內係自 股東會議決後 翌日起算)	年月	繳款期限 (括弧內係自 股東會議決後 翌日起算)	年月	繳款期限 (括弧內係自 股東會議決後 翌日起算)	
大通紗廠	三六·一	三六(六)天	三六·九	二六(二六)天			
中紡紗廠	三六·六	七(二六)天					
永安紗廠	三六·六	三〇(四六)天					
信和紗廠	三六·七	八(三〇)天					
統益紗廠	三六·八	一六(三三)天					
榮豐紗廠	三六·六	六(二三)天					
恆豐紗廠	三六·一	一八天					
中國內衣	三六·四	一〇(一〇)天	三七·三	二(二六)天			
新光內衣	三六·四	五(二二)天	三六·九	七(七)天	三七·三	六(二四)天	
景福衫襪	三六·三	二(二三)天	三六·九	六(六)天	三七·三	六(九)天	
景輪衫襪	三六·四	一四(一七)天	三六·二	三天			
勤興衫襪	三六·四	一〇(一一)天	三六·二〇	四(四)天	三七·四	八(九)天	
五和織造	三六·四	八(二八)天	三七·三	二(二五)天			
美亞織綢	三六·五	六(二五)天	三七·三	八(二三)天			
中國絲業	三六·三	八(一〇)天					
新亞藥廠	三六·二	二六(一九)天					
信誼藥廠	三六·三	一五(三三)天					
大中華	三六·八	一六(二八)天					
華豐棉業	三六·五	七(二二)天	三七·三	八(一〇)天			
中國水泥	三六·五	一〇(一四)天					
九福製藥	三六·六	三〇(三五)天					

中法藥房	三六·四	10(八)天							
華新水泥	三七·二	八(10)天							第二期 溢價股
永安公司	三六·九	一六(一九)天							
麗安百貨	三六·四	一五天		三五·二					
國貨公司	三六·四	一五(三五)天	三六·二				一六(一九)天		
新華百貨	三六·二	七(七)天							
永業地產									
聯華地產									
西書館	三六·一	約三十天							
開北水電	三六·八	三(三)天							
中興輪船									逾期不繳 溢價發行

繳款期限又如此短促，如無相當變通或補救辦法，一時無力籌款之股東，將被沖淡其所持有之股份比例，亦非持平之道。甚至有少數公司將贈股與認股一並辦理（新亞藥廠即為一例），股東非經認股繳款，即不得享受贈股權利，是則一時無力籌款之股東，一經增資之後，其所持有股份比例，無異大打折扣（增資倍數越高折扣也越大）。故為保障一時無力繳款之小股東權益起見，亟應由政府當局制定辦法，以為補救。華新水泥第二次增資繳款辦法第四項規定「認股期限自三十七年一月三十日起至二月七日截止，同時繳納股款，股東中如認股而不即繳款者，統限二月二十九日以前繳訖，惟須繳納自七日以後按照月息一角計算之遲延利息，以示公允，而免公司受有損失，逾期仍不照繳，應……」『由董事會負責募足之。』此種逾期補繳方法，對於已繳或一時無力繳納股款股東之權益，俱有相當保障，頗可作為參考。

四

當前上市公司增資之性質，經過與繳款期限等項問題，既已分析如上，尚待商討者，厥為近月來頗為各方矚目之增資後新股上市手續問題。

但為要說明當前新股上市手續問題之癥結，先應敘述過去之新股上市手續及其演變過程。

上市公司股票之買賣，原以依公司法完成登記（或外國公司取得認許）之正式股票為限；但在前年證交復業之時，各上市公司資本雖均已統一調整（或重估）完竣，但均多未取得經濟部准予變更登記之執照（例需三個月而至半年以後始得頒到）。故為促進產業資金之融通起見，證交暫行營業細則第三十七條特定有預約轉讓之變通辦法，凡『合於前項規定之中國公司，因調整資本依收復區各公司登記處理辦法呈請變更登記尚未確定者，其已依變更章程而發行之股票，以及合於前項規定而呈請認許尚未確定之外國公司股票，其上市買賣認為轉讓之預約，由賣方保證於該公司登記或認許確定時實行過戶，此項預約轉讓之買賣，除與上項上市買賣之股票同樣交割外，並應依本所定式附加賣契載明轉移利益及危險之意旨及保證過戶之方法。』并規定此項『預約轉讓之買賣，自交易所開業之日起，以六個月為施行期間，非經主管官署核准不得延長。』

自前年十二月工礦運輸事業固定資產重估調整資本辦法頒行以後，各上市公司紛紛遵限於去年底前增資完竣；於是上市股票預約轉讓辦法自去年三月底起，又復兩次展限（第一次自四月份起延長六個月，第二次復自十月份起延長三個月），直至去年年底為止。在此期間，各上市公司增資後新股上市均依預約轉讓辦法，新股票附有載明負責過戶之賣契，在市

而流通，俟經濟部准予變更登記之執照頒下後，持股人始連同賣契前往公司過戶，換取正式股票；是則既無窒息產業資金融通之弊，又可保障持股人之權益，對於買賣雙方均至方便。一年多以來雖增資廠商絡繹不絕，但從無任何新股上市手續問題發生。

但去年十二月，財經兩部廢止預約轉讓辦法，並於今年一月二十七日頒佈「上市公司股份預約轉讓辦法限期屆滿處理辦法」六項，全文如左：(一)凡已依公司法呈准增資變更登記領得執照而未印就新股或股票正在換發尚未完全辦竣者，准其暫以股據上市，但仍限於本年三月半以前一律換發新股，自三月十六日起即以新股上市；(二)自文到之日起，關於增加資本已依法向地方主管官署聲請核轉變更登記者，須向該所繳驗聲請證件，准其照前項規定暫以股據上市，仍應於奉准變更登記後一個月內，換發新股上市；(三)已依工礦運輸事業重估固定資產價值調整資本辦法擬具估值增資方案呈經本經濟部核准持有核准批示而尚未聲請變更登記者，姑准照增資股數以收據或其他憑證上市買賣，限於文到之日起半個月內依法向地方主管官署聲請變更登記，並取具聲請證件向該所繳驗後，仍准暫行上市，倘逾期未繳驗聲請證件，即停止其上市，其已核准為變更之登記者應照第二項規定，於奉准登記後一個月內換發新股上市；(四)未經依照公司法聲請增資登記或未依工礦運輸事業重估固定資產價值調整資本辦法呈准估值增資者，一律暫照原增資前原有股數上市，仍於奉准登記後一個月內換發新股上市；(五)應依收復區各種公司登記處理辦法為變更之登記尚未辦理者，一律暫予上市；(六)凡文到之日起，凡新向該所報告增資或依工礦運輸事業重估固定資產價值調整資本辦法估值增資者，非經呈准變更登記及換發新股後

，不得就其增資後之股數上市。

在上項六項辦法中，第六項最為重要，設若今後增資之上市公司「非經呈准變更登記及換發新股後，不得將其增資後之股數上市」，則各上市公司增資後勢須停市三數月而至半年之久，不但股票持有人資金遭受凍結，而且廠商短期資金亦無法獲得融通，對於資本市場之功能頗有影響，經證交當局據情陳述後，財經兩部復於四月九日頒佈第六項辦法補充規定如下：「凡各上市公司召集股東會議增資及經依法收足增資股款，可檢具股東會決議錄收足新股股款證件(董事監察人出具收足新股股款之證明書)及聲敘新股上市理由，逕行呈報本經濟部核准後，其增加之新股可准其以下列方式之一上市買賣：(一)將原股票附帶增資股款收據為買賣；(二)在股票上加註載明增資事項仍以原股票為買賣；(三)增資股款收據載明暫無股權與原股票分開為除權買賣；至依公司法第二百五十四條召開第二次股東會完成增資程序，須於十五日內向地方主管官署聲請核轉變更登記，俟奉准變更登記領得新照後，於領照之日起二十日內換發新股上市」。

在此第六項辦法補充規定中，上市公司增資後祇需檢具股東會決議及收足股款證件等呈報經濟部核准後，無需俟變更登記核准，新股股票即可上市，對於證交所膺資本市場之機能，頗具促進作用。但該補充規定第三款所云「增資股款收據載明暫無股權與原股票分開為除權買賣」一語，頗為費解，第一、如「增資股款收據載明暫無股權」，則持有人似已失去股東一切權利，即包括股東一切之公益權(如選舉權出席股東會權等)與私益權(如認股權、領息權、分配財產權等)，股東以現金增資而不得享有股權，似非法理之平，且在增資第二次股東會中無權出席，頗有老股東操縱一切之虞；第二、如增資股款收

據『與股票分開為除權買賣』，則流弊更大，賣者可將暫無股權之證據部份湊滿成交單位送所交割，而留集原股以便行使職權；另一方面買者亦可拒收暫無股權之證據，要求以原股票交割；是則，證交將窮於應付，且易引起股市風波。故四月二十一日經濟部通知新光內衣公司增資完成應准照補充規定第三種方式開做新股，五月一日經濟部復批准景福衫襪公司增資完成亦依補充規定第三種方式上市；但第三種方式文義不明，尚待部方解釋，證交自無法准許新光、景福新股上市。直至五月八日，接奉財政部錢幣司經濟部商業司第三次覆函云：『關於收據暫無股權一點，經研究結果，絕無變通餘地；至第三種方式所謂分開買賣，可解釋為股份分開，而非收據與股票分開』，但股款收據有無股權為股東自身權益之爭，與證交業務尚無直接關係，股款收據與股票既可解釋為不必分開，證交自可訂定以股票連同股款收據比例搭配辦法辦理交割，另印就三種買賣約據，約明買者在變更登記確定前暫無股權，而賣者在變更登記確定後保證轉移應轉權利；於是延擱幾達半月之新光、景福新股終於五月十日開始上市，而公文往返商討幾經五個月之增資後新股上市手續問題亦終告一段落矣。

但自上述增資後新股上市手續問題之演變過程中，吾人可知：

第一、財經兩部對於增資後新股上市手續問題之意見，前後頗不一致，自預約轉讓辦法廢止後，先是『非經呈准變更登記及換發新股票後不得就其增資後之股數上市』（一月二十七日），後頒三項補充條款又允許其在未經呈准變更登記前先行上市買賣（四月十二日）；在先行上市買賣方式第三項中，股款收據原定為『與原股票分開為除權買賣』（四月十二日），後又承認『所謂分開買賣可解釋為股份分開而非收據與股票分

開』（五月八日），——實則股份之得以分割買賣為當然之義，古今中外自有股份有限公司以來，行之已久，勿庸部令特別處理，而四月十二日所頒第三項條款顯係指明『增資股款收據載明暫無股權，與原股票分開為除權買賣』，條文具在，可以按證也。誠然法令而能日臻完善，當為社會之福，事實上如非四月十二日頒有三項補充條款，增資後新股一時將無從上市；如非五月八日『股份分開而非收據與股票分開』之解釋，新光景福恐現尚未能上市；但既然如此，又何必當初？需知公文往返商討，不但費時礙事，而且足以刺激股市，助長投機也。

第二、證交當局在處理增資後新股上市手續時，頗為穩健，當一月二十七日財經兩部命令『非經呈准變更登記及換發新股票後不得就其增資後之股數上市』時，各增資公司及其股東資金有遭受凍結之虞，證交當局為發揮資本市場融通產業資金之機能計，毅然請命，卒獲成功；經濟部四月二十一日批准新光新股上市，五月一日批准景福新股上市時，各該增資公司新股買賣及其交割方式，頗有爭執之虞，證交當局為維護資本市場正常發展計，又一再請求部方解釋，在未得明確指示前，暫時不許新光景福新股上市；對於資本市場之發展與穩定，不無微功焉！

## 五

綜上所述，對於當前增資問題，吾人可得如下四點結論：

第一、在今日幣值日益貶落、工商業普遍不景氣之情況下，公司增資之性質，已由擴充實際資產(Physical Assets)演變而為調整資本名義價值藉以獲致營業資金之週轉，易而言之，即由擴充生產演變而為保全生產也。

第二、在今日長期資金借貸困難之情況下，增資認股現已

成為上市公司週轉營業之主要手段，一年以來，由於公司法對於增資次數與限度向無規定，甚至有不少上市公司藉得證券市場之助，一再增資，愈增愈多，一面加重股東負擔，使投資者畏縮不前，一面又使股票籌碼膨脹，形成股市危機，故為獎勵投資並使股市穩定起見，公司增資似有參考以前「公司增資登記限制暫行辦法」(參閱本文第一節)酌予限制之必要。

第三、在增資過程中，認股與繳款兩重手續，應予分別處理，繳款期限不得少於一個月，逾期無力增資者應有相當保障，現行公司法對於增資過程中股東權益已有之保障，應予貫徹！

第四、當今增資之弊害(如前所述)，在於次數太多，倍數太高，繳款期限太短及無力認繳者損失太大，與增資後新股上市之手續問題無關。設若增資次數、倍數均有一定限制，繳款期限勿使太短，無力認繳者可獲相當補償，則為促進資金融通起見，新股自以早日上市為宜，財經兩部前頒六項辦法(一月二十七日)，對於上述諸項增資弊害未見公佈限制辦法，對於新股上市反有非經呈准變更登記及換發新股票後不得就其增資後之股數上市之規定，似非對症下藥。至後頒補充辦法雖許新股先行上市，但終不若前行股份預約轉讓辦法之簡便，且其第三項辦法文義不明，實施艱難，證交當局一再請求解釋，致使新光、景福兩家公司新股上市延遲幾達兩星期之久。實則立法應自大處着眼，對於當前增資次數、倍數，繳款期限及其逾期補救辦法等項首要問題，如能獲得充份注意，頗有法律限制，並嚴加執行，則股份預約轉讓辦法亦可仍然繼續，捨本以求末者，已為下策，若求末而不得者，當更不智也。

# 資 本 市 場

「場 市 券 證」 名 原

第 一 卷 第 三 期

## 專題論著

如何利用證券市場誘導游資  
入於生產

吳大業

證交吸收資金的各種理論

錢榮堃

物價繼續漲經濟的分析和政策

方 錦

## 市場分析

## 市場動態

## 工商調查

華新水泥股份有限公司概況

上海水泥業概況

## 理財實務

財務報告分析之理論與方法(上) 吳承明

## 外情介紹

各國股價與物價發展的趨勢

雍文遠

德國通貨膨脹下的物價與股價(上)

錢修吾

## 時論彙輯

進出口貿易問題

美國物價暴漲問題

## 參考資料

市場公告

## 統計資料

民國三十七年度二月份統計

(甲) 股市統計

(乙) 金融物價統計

## 我國國民所得數字的商榷

邢慕寰

### 一

到現在為止，巫寶三先生的「中國國民所得（一九三三）」（中華書局民國三十六年初版）和劉大中先生的 *China's National Income, 1933—36* (*The Brookings Institution, Washington D. C., September 1946*) 還是最能令人接受的估計，至少兩位作者所用的估計方法和處理資料的態度，在大致上是正確而嚴格的。但這兩個估計結果相差之大，竟令人難於置信，尤其是因為二者都是用「價值加成法」(*The Value-Added Method*)，只不過一個是取淨值，而另一個則是取毛值而已。*Simon Kuznets* 教授前年應資源委員會之邀來華，曾詳細研究過巫氏的估計，發現美中不足之處頗多。*Kuznets* 曾就其一時

所想到的寫成意見，其中有一個報告是就上述兩種估計加以比較 (*Comparison of P. S. Ou's & T. C. Liu's Estimates*)，所取的年份是一九三三，因為這一年在巫氏的估計中是基年，其估計結果應較其他各年可靠。在比較的時候，*Kuznets* 盡可能的使劉氏的估計與巫氏的接近，並由前者減去賦稅及折舊等項，以求出便於比較的淨值。結果他發現在這二者之間，還有不能彌補的五十億元以上（一九三三法幣值）的距離，約合巫氏估計數字的百分之二十五。最近巫氏在其新作 (*National Income of China, 1933, 1936 & 1946, The Institute of Social Sciences, Academia Sinica*) 中把以前的估計數字略加修改，但其結果與原來的甚少出入。由於上述兩個估計的重要，我們特別將其綜合表分別列出，以供參考。

表 一

註：1931—36年全國生產的與所能支配的所得及所能支配的貨物與勞務<sup>a</sup>  
(百萬元：當年價格)

	1931	1932	1933	1934	1935	1936
農業	15,315	15,094	12,593	11,325	12,906	16,941
鑛冶業	257	234	238	241	258	274
製造業	1,927	1,870	1,889	1,813	2,002	2,475
營造業	200	139	221	260	190	195
運輸交通業	980	885	922	995	1,052	1,042
商業	3,989	2,718	2,541	2,286	2,236	2,566
金融業	176	176	200	235	251	294
住宅	934	934	934	934	934	934
自由職業	164	160	171	161	173	215
家內僕傭	141	141	141	141	141	141
公共行政	725	635	642	918	835	1,001
總計	24,808	22,986	20,492	19,309	20,978	25,798
減項	153	153	173	203	217	254
生產的所得	24,655	22,833	20,319	19,106	20,761	25,544
國際淨收入：						
(1) 不包括外國借款和捐助	172	126	68	106	65	171
(2) 包括外國借款和捐助	216	989	98	337	341	1,214
所能支配的所得	24,827	22,959	20,387	19,212	20,826	25,715
所能支配的貨物與勞務 <sup>b</sup>	24,871	23,822	20,417	19,443	21,102	26,758

a. National Income of China, 1933, 1936 & 1946 Summary, Table 4.

b. 亞氏在前一估計中把「外國借款和捐助」併入「國際淨收入」項下。這個「國際淨收入」與「生產的所得」相加之和，稱為「所能支配的所得」。「所能支配的貨物與勞務」這個名詞，係亞氏後來新創的。實際上仍與以前所稱的「所能支配的所得」相同。

表 二

註：1931—36年國民產品毛值 (Gross National Product)<sup>a</sup>  
(十萬萬元：當年值)

	1931	1932	1933	1934	1935	1936
I. 22省國民產品毛值 <sup>b</sup>						
農業	24.43	19.18	15.37	13.07	14.73	15.63
非農業：						
鐵路通訊與電力	0.17	0.16	0.17	0.19	0.20	0.21
新式製造業	1.65	1.55	1.57	1.51	1.72	2.10
鑛冶業	0.54	0.53	0.52	0.54	0.62	0.57
新式金融業	0.06	0.06	0.07	0.08	0.09	0.60
政府及教育機關	0.80	0.80	0.82	0.89	0.95	1.03
其他部門(商業自由職業等)	7.82	6.76	5.90	5.29	5.55	6.23
各年國際收支負差	-0.20	-0.24	-0.23	-0.26	-0.19	-0.02
總計	35.27	28.80	24.19	21.31	23.67	25.85
II. 其他地區國民產品毛值 <sup>c</sup>	3.60	2.94	2.47	2.18	2.42	2.64
III. 全國國民產品毛值	38.87	31.74	26.66	23.49	26.09	28.49

a. China's National Income, 1931—36, Table 1.

b. 22省為江蘇、浙江、安徽、江西、湖北、湖南、四川、河北、山東、山西、河南、陝西、甘肅、青海、福建、廣東、廣西、雲南、貴州、察哈爾、綏遠、甯夏。

c. 其他地區為：東三省(遼寧、吉林、黑龍江)、熱河、新疆、蒙古、西藏。



就一九三三年而論，巫氏的修正數字只比原來的估計（二〇、〇四百萬元）多三七三百萬元，與劉氏原來的數字二六、六六〇百萬元相較，少六、二四三百萬元。Kuznets 把劉氏原來的數字減到二五、〇三〇百萬元，以便與巫氏的估計結果比較，其中未包括國際收支差額，我們在這裏也將國際淨收入一項由巫氏的修正估計中減去，而只比較全國生產的淨所得。結果在這兩個估計之間，仍相差四、七一一百萬元。也就是說，根據這兩個估計所算出的平均每人所得，相差仍在十元以上。

## 二

我們要注意，Kuznets 在比較以上兩個估計的時候，只是希望把二者放在同一個基礎上；至於二者本身可能有的缺點，他並沒有改正。這一部分是因為他在華的期間短促，不能作進一步的檢討；同時他所注意到的問題，又沒有充分的可靠資料作為改正的根據。使這兩個估計發生顯著差異的原因，顯然不止一個；由於二者所根據的資料不同，而這些資料的可靠程度又不一致，要想從各產業的內容比較來發現一個我們認為相當正確的數字，不但在比較時發生困難，而且最後還是要憑主觀的和牽強的判斷。我們暫時不做這一步工作，下面所提出的，只是最容易接受的兩點修正。

第一點是關於國際收支差額。Kuznets 在比較巫氏和劉氏的估計時，沒有把這個項目包括在內，這是因為他不同意巫氏把外國借款作為國民所得的一部分，同時也可能因為這個項目在估計中佔極小的重要性。在巫氏的修正估計中，他接受了 Kuznets 的批評，把外國借款和捐助由「所能支配的所得」中劃出來，但併入「所能支配的貨物與勞務」。他辯護以前的立

場說：「：為使依價值加成法的估計結果與依消費投資法的估計結果一致且能互相比較，我們必須摒棄習用的（所能支配的所得）的定義」。這個理由似乎並不充分，依此推論，則凡有資本輸出的國家，其國民「所能支配的所得」就不應該包括這一部分資本輸出。這樣算出的國民所得，顯然沒有意義，因為對外投資和捐助只不過是支配所得的一種形式，忽略了這個項目，就等於低估了「所能支配的所得」。反之，把外國借款和捐助算作收受國「所能支配的所得」，便發生高估，因為在外國借款和捐助發生的時候，對外負債也同時發生（外國捐助除外），這就等於實際投資總額的減少。一增一減，消費與投資的總和還是一樣，我們簡直看不出依價值加成法估計而不包括外國借款的國民所得總額與依消費投資法的估計結果不一致的道理。因此，我們決定用巫氏修正估計中不包括外國借款和捐助的一九三三年「所能支配的修得」數字，即二〇、三八七百萬，但其中包括國際收支上的其他純收益項目。

劉氏對國際收支差額的處理，更遜於巫，雖則 Kuznets 對前者未提出任何批評。劉氏由「生產的所得」中減去下列有關項目的收支負差：在付出方面包括有「商品輸入」（連同走私及未經報關部分），「外債息金」，「國人在外費用」及「外人在華事業盈餘」；在收進方面包括有「商品輸出」（連同低報部分在內），「華僑匯款」，「外人在華費用」及「國外盈利」。劉氏沒有說明他的估計包括「未明項目」（“unaccounted for”），其中多為未經報關的資本移動，但據我們仔細分析，他在付出和收進兩方面都包括了這一項。我們不明白劉氏為什麼把商品輸出和輸入，華僑匯款，國人在外費用和外人在華費用，以及大部分為未經報關的資本移動的「未明項目」所構成的收支負差由「生產的所得」中減去：商品輸出和輸入，在估計

全國生產的所得時，應該已經分別包括在全國的生產總值和各業向外購買之內，這就是說，這兩個項目在估計全國生產的所得時已經算過了，不必另行加減。至於華僑匯款，我們實在沒有理由把它算作我國國民所得的一部分，若照產權原則 (Property principle) 或居址原則 (Domicile principle)、華僑的產權和居址顯然不在國內；若照政治原則 (Political principle)，則應計入我國國民所得者，不獨為華僑匯款，且應包括華僑在外國的全部收入。外人在華費用及國人在外費用，只代表所得的支配，而不代表原有所得額的增減，在性質上與一國國民在國內的費用初無二致，其理至明，無待申述。資本移出國的差額應否加減，我們在上面批評巫氏的估計時已加討論；移入的資本，自然沒有理由算作國民所得的一部分；而資本的移出，不是代表原有資本的逃避，就是代表本年所得的對外投資或用以減少外債。在前一種情形下，一國的原有資本額並未減少，只不過有一部分由國內移到國外而已，國民所得額根本不受這個資本移動的影響；在後一種情形下，國民所得額也不會發生變動，因為無論是用本年所得對外投資或償還外債，都不過是支配所得的一種方法。這一類的問題，只有一個總解決，那就是在我們估計與國民所得有關的國際收支差額時，棄一切純收益以外的項目於不顧，而只計算利息利潤等純收益。就劉氏所列的收支表估計，這些純收益的負差在一九三三年只有一一四、二五〇萬元，較原有估計約減一半。由總所得的修正數字二五、〇三〇百萬元減去這個負差，我們得全國實有的淨所得二四、九一六百萬元。這個數字，超過巫氏的修正數（二〇、三八七百萬）四、五二九百萬元，較未計入國際收支項目目前略少。

但這樣的比較，仍然沒有意義。即使我們撇開其他的問題

不談，單看這兩個估計所用的人口數字，便可明瞭四、五二九百萬元並不能代表真正的差離。劉氏所用的人口數字（四一〇百萬人）是這樣來的：根據一九四〇年「中華民國統計提要」所載，二十二省（即「表二」附註B所指者）共有人口二九三、九九百萬人；依 J. L. Buck 教授在其「中國土地利用」中所調查的農業與非農業人口的比率 79:21，求得二十二省非農業人口為七八、一五〇萬人，故二十二省人口總數為三七二、一四〇萬人。又依同年「中華民國統計提要」所載各省市及特別行政區的人口數，算出其他區的人口數約當二十二省人口數的百分之十，故將上述二十二省人口數提高百分之十，即得全國人口總數四一〇、一七〇萬人。首先我們懷疑劉氏為什麼不肯接受統計提要上所載的全國人口總數（除旅外僑民外，共計四億七千餘萬）和農民人數（共計三億二千萬，其中未包括新疆及外蒙，惟該地區農民人數極少），而要間接估計。其次，假定劉氏認為這些數字根本不可靠，那麼他有什麼理由截取其中二十二省的農業人口數，而據以推算二十二省的非農業人口及人口總數？又為什麼根據上述各省市及特別行政區的人口數求出其他地區對二十二省人口比率？這樣計算的人口數字，無論如何是不能令人接受的。巫氏估計中所用的人口總數四三〇百萬人，是根據中央研究院陶孟和、王士達二氏的估計，王氏在整理我國人口資料上尤盡苦功，其估計結果應較劉氏勉強湊合的四一〇百萬人可靠。為使巫氏與劉氏的國民所得數字便於比較，我們把劉氏所用的人口數提高二千萬人。依劉氏所計算的「其他部門」的人口與「其他部門」以外的人口的比率（即 62:410）來分配這二千萬人，則有將近三百萬人屬於「其他部門」，其餘一千七百萬人都屬於「其他部門」以外的部門。由於「其他部門」以外的所得都不是按人口計算，所以一千七百萬

加到這些部門，並不增加原來已經估定的所得額，換言之，這一千七百萬只參加原有所得額的分配。「其他部門」新增的三百萬人，依劉氏所求得的「其他部門」的職業分配及各職業平均所得計算，共產生所得二八五·四百萬元，這使劉氏所估計的全國所得額由二四、九一六提高到二五、二〇一·一百萬元，較巫氏的二〇、三八七·七萬元多四、八一四·四萬元。在表面上，這兩個估計的差離比在人口數字未調整以前提高；但因在劉氏估計中參加國民所得分配的人數現在已由四一〇·百萬人增加到四三〇·百萬人，平均每人的所得實際較前減少，這個平均所得是五八·六元。依巫氏的估計，平均每人所得只有四七·四元。但如我們考慮到 Kuznets 對巫氏估計的批評 (Comments on Mr. P. S. Ou's National Income Study)，便可很穩當的把巫氏的平均所得數字提到五十元。這個數字，仍遠低於劉氏的估計，但因二者所根據的資料不同，而資料的可靠程度又不一致，估計結果的歧異毋甯是必然的。在沒有更可靠的估計以前，我們姑且把五十元和六十元看作平均所得的兩個極限，也就是說，我們認為戰前幾年的平均所得，可能在五〇—六〇元之間。

這裏最好引用，柏列圖定律 (Pareto's Law) 來作旁證。這個定律指出在對數圖上某一個基點所得 (x) 與享有這個基點以上的人數 (y) 成直線關係，即  $\log y = \log a - m \log x$ ，式中 a 和 m 都是正常數。由這個算式，柏氏推算出某一個基點以上的平均所得約為基點所得的三倍。這一個經驗公式，證明與多數西方國家的所得分配情形相符。柏氏自己表示驚異的說：「這樣的結果，是很值得注意的，我們絕難承認這是由於巧合，一定是有一個原因，使所得依一定的線狀分布，而這個線狀似乎只是很輕微的與各國不同的經濟情況有關，因

為在經濟情況不同的國家如英格蘭、愛爾蘭、意大利各城邦乃至秘魯，所得的結果仍極相同」 (Vilfredo Pareto, Cours d'Economie Politique, Vol. 2, p. 312)。按柏氏所指的，大部分是這些國家在十九世紀末葉或更早的情形，那時候其中有些甚且不及戰前的我國，這似乎夠使我們大膽引用柏列圖定律來推算我國戰前幾年每人的平均所得，假如可能的最低所得找得到。但我們應該指出，柏列圖定律並不能像自然科學定律同樣普遍的真實，它曾經受到不少的批評和修正，同時它只適用於說明相當高的起點以上的所得分配情形。即使撇開這些問題，試問我們如何我得到我國戰前幾年可能的最低所得呢？要根本解決這個困難是不可能的。不過假如我們的目的不在求出一個固定的數字，則這個可能的最低所得的揣擬，就不必十分準確，輕微的伸縮性，或者反可使估計結果比較接近事實。以下我們權且根據過去的實際觀察來揣擬一個可能的最低所得：假定我國戰前幾年有這樣一個家庭，大小五口，每月在主要糧食上（如南方的米，北方的麵）用去三元，平均每天只有一角，每人每天只攤兩分錢；在其他食物和副食品如蔬菜、魚肉類和油鹽等項上面用去一元五角，平均每天只有五分錢，每人只攤一分；在房租（無論房屋為租住或自有的）及傢具上用去一元；在常年衣着上用去一元；再在雜項上用去一元，其中包括臨時或意外開支如醫藥費等等。合計每月支出七元五角。假定這一家的收入足夠支出，則每人每月的平均所得僅一元五角，全年所得僅十八元。這一個所得，低於所有的實際調查結果，事實上恐怕也不能再低，我們暫假定這個所得為戰前幾年可能的最低所得。依柏列圖定律，全國平均所得應為五十四元。假如我們再由這一家的每月支出中減去五角，即由七元五角減至七元，則依柏列圖定律所求出的全國平均所得減到五〇·四

表 三

註：1946年全國國民所得<sup>a</sup>  
(百萬元：1933年價格)

農業	11,482
鑛冶業	90
製造業	1,202
營造業	21
運輸交通業	850
商業	2,318
金融業	759
住宅	842
自由職業	242
家內僕傭	141
公共行政	1,378
總計	19,325
減項：	
1. 利息收入與銀行 服務重複計算	173
2. 營業用與官用房 屋損失	128
生產的所得	19,024
國際淨收入	378
國民所得總額 <sup>b</sup>	19,402

a. National Income of China, 1933, 1936 & 1946, Summary Table 1.  
b. 不包括外國借款和捐助。

元。但如我們在這一家的每月支出上再加上五角，則所求得的全國平均所得增至五七·六元；再加五角錢到這一家的每月支出上，則全國的平均所得將增至六一·二元。因此，我們可以假想我國戰前幾年的平均所得約在五〇—六〇元之間。這樣的引證，雖甚牽強，但與事實恐不致相去太遠。

三

戰時和戰後，我國經濟發生質與量的變化，國民所得無疑的已較戰前降低，但究竟降低到什麼程度，則是值得詳細研究的問題。巫氏曾對一九四六年的國民所得作了一個粗略估計(National Income of China, 1933, 1936 & 1946)，為避免開戰以來的物價波動，一九四六年各業的所得，都依戰前價值計算，假定成本結構、折舊率和資源利用的方向較戰前均未改變。又因資料不全，不得不就各業現有不完整的產量資料，編成以戰前為基期的生產指數，以推求一九四六年的各業所得。一九四六年全國所得額，據估計為一九、四〇二百萬元(一九三三年值)，其中未包括外國借款和捐助。這個數字，約較巫

氏所估計的一九三三年所得總額二〇、三八七百萬減少百分之五。這一個百分數，我們看來頗嫌過低，巫氏本人以為這是由於政府和金融業活動過分擴張的結果，假如把兩部分的所得增加額略去不計，則一九四六年的國民所得將較一九三三年減少百分之十四。除此以外，恐怕還有其他的原因使巫氏所估計的低減率偏低。巫氏應用不完全的產量資料編成各業生產指數，以推算一九四六年各業的所得，可能是原因之一。假如某一產業中有些項目的產量在一九四六年報得太高，或指數所未包括的各項產量實際上都不及指數所包括的各項產量，則這個產業的全業指數和所得額即行偏高，因而影響全國總所得。但應用這個方法同樣可能低估全國總所得，所以我們不能肯定說巫氏所估計的所得低減率之可能偏低，一定是由於這個原因。最成問題的，恐怕還是成本結構和折舊率不變的假定，除非我們完全忽略戰時和戰後我國廠鑛設備、運輸路綫和交通工具所遭受的破壞及其不能維持補充，我們就不能承認這個假定符合事實。但這裏的困難，完全是在資料方面，在沒有發現比較可靠的資料以前，這個困難是無法克服的。

其次，據巫氏估計，我國人口在一九三三至一九四六年間增加百分之四·六，故每人平均所得在實際上不止減低百分之五。但巫氏所用的一九四六年人口數字(四四九百萬人)，是「中華民國統計提要」上載的，這個人口數字根本不能拿來和巫氏所用的一九三三年人口數字相比。我們在前面提到，「統計提要」所載一九三三年的人口數在四億七千萬以上，較巫氏所用的同年數字多四千萬人，若一九三三和一九四六兩年的人口都用「統計提要」的數字，則一九四六年的人口數顯較一九三三年減少。我們在這裏不想討論這個問題，暫時假定我國人口確增加了百分之四·六，這使一九四六年每人平均所得，較一九

三三年減低百分之九，其中尚未除開政府和金融活動的增加部分。參照上述關於成本結構和折舊率的考慮，我們至少可以把這個百分數提到百分之十。依戰前每人平均所得五〇—六〇元計算，一九四六年每人平均所得應為四五—五五元（一九三三年值）。這個估計，顯然較前者更為粗略，不過作為一個趨勢看，這個粗略的估計也夠了。

但上面的估計沒有顧到戰後國體的變動。外蒙的獨立和台灣的收復，使國民所得的估計需要另加修正。在這裏我們也只能很粗略的進行這一步工作：一九二八至一九三六年間，外蒙人口的估計數字為一百萬到二百萬人，我們姑且假定一九三三年外蒙人口約為一百五十萬人，並假定外蒙的國民所得額對全國所得總額之比略等於外蒙人口對全人口之比，則一九三三年外蒙國民所得額為七一萬萬元。這個數字，不會受巫氏的估計偏低的影响，因為外蒙的所得水準，可能低於全國的平均數。一九四六年外蒙的國民所得額，假定其仍與戰前相同，這一部分所得，應由全國總所得中減去。台灣的所得額，則應加到全國總所得，但關於這一部分所得，至今還沒有人仔細做過估計。日本經濟協會曾估計過以往日本殖民地的總所得（"An Inquiry Into National Income of Japan", East Asia Intelligence Series, No. 1, 1939），依全殖民地的人口總數計算，一九三〇年平均每人所得為五〇·三日元。我們暫用這個數字代表一九三〇年台灣的平均所得。是年台灣人口共有四、六七九、〇九九人，故所得總數應為二三五、三五七、〇二〇日元。再依一九三〇年全殖民地各業的所得分配比率，我們求出台海各業的所得額。假定各業的所得額與從業人數成正比，我們即可粗略的依一九三〇與一九四六兩年台灣各業的從業人數的對比，求出一九四六年各業的所得額，其總和為二九三、三三七萬日元。一九四六年台灣人口約六百五十萬人，故平均每人所得為

四五日元（一九三〇年值），較一九三〇年的五〇·三日元約減低百分之十。六。又一九三三年全日本殖民地的每人平均所得為五八·七日元，如以之代表一九三三年台灣的平均所得，則依同一低減率計算，一九四六年的平均所得應為五二·六日元（一九三三年值）。照一九三三年匯率換算，五二·六日元約合法幣五十元，恰當未考慮我國疆界變動前平均所得四五—五五元之中點。這個估計數字究竟離事實多遠，我們可以從另一個角度去看：一九四六年台灣省政府的實際收入為當年台幣三、四五八、二七八、二二六元，同年實際支出為當年台幣二、一六六、九九九、一八二元，假定一九四六年政府服務價值在全台所得額中所佔的百分數與未考慮國疆變動前政府服務價值在全國總所得中所佔的百分數相同，即百分之七（依巫氏估計），則依一九四六年台灣省政府的實際收入和支出所計算的每人平均所得各為四三及六八·六台幣元（一九三三年值）。政府服務價值究應用實際收入，抑用實際支出來量度，爭執甚多，迄無定論，我們在這理採取折中辦法，求出其平均數為五五·八台幣元，折合一九三三年法幣值，約為五十二元，較上述估計結果略高。我們把以前日本所屬的整個殖民地的每人平均所得當着台灣的每人平均所得，可能低估後者的戰前數字，這一點還需要作進一步的研究。但一九四六年的平均所得數字，則或與事實相去不遠。

#### 四

根據以上的分析，我們可以作這樣的結論：假如有人問：我國國民所得究有多少？我們在目前實在無法提出一個固定的數字，最好坦白承認資料的限制，在這個限制之下，我們可以為實有的所得設出上下限，這在戰前是每人平均五〇—六〇元；全國總所得的數字，則視所用的人口數字而定。在戰後，一九四六年每人平均得為四五—五五元（一九三三年值），較戰前減少百分之十；全國總所得的數字，亦視所用的人口數字而定。這個答覆極不滿意，但在目前可能是最正確的答覆。

卅七年四月十四日，南京。

# 市况分析

——三十七年四月份——

## 一 物價由堅轉穩

本月份一般物價水準，業已由上一階段的跋扈飛揚，而轉入最近期間的平疲穩定。據中國經濟研究所的統計，四月份批發物價指數僅較上月微昇百分之二九·九，與三月份上漲率百分之七三·一，相比當見落後甚多，即較之二月份的情況亦尙見不及。再分周言之，第一周上漲率爲百分之三·五八，第二周爲百分之三·六四，第三周爲百分之三·七七，第四周更退爲百分之〇·八六，可見逐周波動，俱猶較去年度平均每周上漲率（百分之五·三六）爲低。再個別商品方面，廿支雙馬紗在第一週最高每包見一億四千八百萬元，第二週第三週均一直在這高價之下盤旋，第四週雖曾創一億五千萬之新高價，但大半時間仍在此行情之下。白粳米在第一週最高每石見四百萬元高價，以後三週一直也都在四百萬圓之內。其他人造絲布疋等重要商品市價也大都見類似的平疲。

這一種趨向的出現，就總的原則分析，當與物價循環基本的走勢有關。不過最近階段，一般社會購買力的衰退，以致造成各業實銷的欠缺，尤加強了這項趨勢。據十五日日本市大報載稱：「各商店門市營業較上月已減少三分之一至二分之一。大部份工業產品的市價，近日並已跌落到廠盤之下」。因此可見市場情況，與恢復正常尙有相當距離。

## 二 金融再見鬆弛

金融市場方面，三月間曾見極度的緊俏。暗息長期站住三角關外，紗

布市場的貼息一度上升到一元以上。

但是進入本月，緊斂多日的銀根即重見鬆濇。如暗息自第一週起便漸見低降，週一最高三角，最低二角四分，以後便一直做成二角七分以下，最低週五會見二角一分。第二週雖也有時升高到三角的，但總大半在三角以下。第三週也在三角與二角五分之間，第四週鬆勢更勁，最低有時縮到二角以下，見一角八分，最高也不過二角八分半。證券市場的場外白紗貼息，第一二兩週傳聞還經常站住三四角，第三四兩週更見降低，第三週貼出利息還有到三角六分，第四週竟長站三角二分之一之下，貼進利息還有到二角的。

銀根的再度鬆弛，除若干通貨方面基本的因素外，華北資金的流注當也有關係，另一方面，從四月五日起，股票遞交交易率部令停做，據一般估計，過去股票遞交吸住的游資約在一萬億左右，停做後自然也增加了不少游資。再加國家行局本月在票據交換所中差進不多，若除去暫時性的同業存款之後，且常見差出。如第一週國家行局差進金額爲五千五百九十億元，其中收入同業存款却達一萬二千三百八十億元，實際當爲差出六千七百八十五億元。第二週實際差出計有一千二百六十四億元，第三週實際差出亦有八千二百六十八億元，第四週雖實際差進，但爲數尙微，除同業存款之外，不過一千二百二十四億元而已。共計本月國家行局實際差出金額約在二萬八千億元左右。由此當可見其梗概。

## 三 華股市場略見蕭條

本月五日財經兩部電令華股遞交交易即日起停止開做。由於遞交過去

曾經吸引不少套利游資，對於整個華股市場的交易，頗有不少推動的輔助作用，因此這項消息公布後，會引起股市人心相當的不安，再加一般物價也正屆漲風的間歇階段，華股乃趨蕭條。據本所統計，四月華股的總成交金額較三月份計減少有十五萬五千多億元，約在半數以上。僅現交一項，總成交金額也減少了一萬多億元。以成交股數而論，現貨成交除五日到十日一週，由於遞交了結關係，尚維持三十三億多股，其餘各週都只在十數億股，全月現貨成交也不過一百零三億多股而已。

華股行市較上月升漲也屬有限，據本所統計，一般行市指數約較上月平均升高百分之十三。除永安紗廠在第三四兩週會破二千關，重見新高外，其餘各股多在原高價之下盤旋。如與永安紗廠齊驅的信和紗廠，第一週最高見八百二十元，第二週最高却只見七百六十元，第三週七百八十元，第四週七百七十五元，還沒有到八百關。比較穩健的中國絲業第一週最高見五千七百元，以後也同樣未再見高價。

華股的蕭條景象，若果以洋股行市來比較，則有更顯明的對照。譬如怡和紗廠第一週最高二百五十一萬元，第二週就有二百六十九萬元的新高價，第三週二百九十五萬元，第四週更破三百萬關，創見三百七十八萬的新高價。會德豐第一週最高六百十萬元，第二週最高六百三十萬元，第三週六百七十萬元，第四週也破出了七百萬關，而接近八百萬，最後見七百九十五萬元成交。據本所統計，同樣以三十五年九月為基期，四月份華股總指數達一一、九一五，而主要的幾種洋股指數却達到了二七、七〇〇，相差幾有一倍。

本來在幣值不斷貶落之中，由於公司固定資產和存貨的升值，股票行市應該隨着上升。但華股市場却一再遭遇坎坷，加之整個經濟環境和大局對於本國工商業又有許多不利因素，以致與洋股相較竟自不免相形見拙。至今後華股的趨向，自然也很難推斷了。

至於華股在四月的詳細波動過程，在月初一日至三日頗有回振現象。

主要原因係受港匯報縮刺激，同時外匯政策亦有改變謠傳，二日永紗會穿出一千六百元外，三日更穿出一千七百元。但至五日（週一）由於遞交突接部令停辦，七日（週三）以前只做了結交易，七日以後即不再開做，股市人心大瀉，咸告恐慌，致現遞十八種股票齊告跌停，永紗亦跌見一千四百元關。週二外匯掛高，大戶逢低猛吸，股市波瀾特大，起伏幾達三成，十四種股票紛達漲限。週三港匯又傳縮進一元大關，同時銀根鬆濫，華股漲勢形成，先後達漲限者計有二十一種之多。週四股市略見回風，永紗雖一度叩二千關，但大戶獲利了售，收盤乃告回挫。週五以公用事業漲價，銀根甚鬆，股市再升，永紗再度出二千關。週六終以大戶出售，股市有回小徵象。回顧這一週各股波瀾特大與遞交停做有相當關係，另一方面游資增加也為主要原因。

到了第二週，華股走勢疲軟有加，活力竟大為減少，週五以前永紗一直在一千八百元關外盤旋，週六雖一度達一千九百關外，但大戶脫售，仍難長期站住。其他股票更少起色，各股大抵反軋跌半成至一成左右。

第三週華股仍未脫疲態，雖週一因利質謠傳頗傳，多頭會再加碼，股市一度升起，但其後仍然疲軟不已。但看同期洋股却大見向好，市價上漲甚多，且市面銀根不緊，港匯報縮，華股股市頗有遜色，交易亦頗清淡。永紗週內會穿出二千關外，但週末收市仍小，勉維二千元收市。其他各股，亦均并無高價出現。

第四週股市雖有掙扎，但終仍疲降。因港匯報縮，又傳開放紗布南運，人心會告興奮。週一永紗會創見二千一百四十元新高價，其他統益、火柴、中絲、永公、商務亦見上升。但週二以後，銀行暫拋售，市勢盤降，新買束手，各股皆小。週三續疲，市况亦清。週四以李宗仁氏膺選副座，廣幫力吸，但散戶傍徨，仍未踴躍。週五週六略有轉好現象，但股市大局的開朗，似仍有待利質新因素的出現。

# 市場動態

## 遞延交割業務奉令結束

自四月五日起停做

遞延交割業務開始於三十五年十一月，奉准試辦三個月，迄三十六年二月試辦期滿。第一次展延三個月，第二次續展一個月至三十六年六月底止，第三次又展期三個月，自十月一日起，至十二月底止。三十七年一月一日起，遵奉行政院令，照原辦法正式辦理，至四月九日遵奉院令結束，其原令如下：

「查上海證券交易所證券遞延交割業務，係屬期貨交易，買進賣出常同為一人，殊背提倡投資協助生產事業之本旨。值茲動員戡亂期間，此項投機性質之交易，對於國家經濟政策及社會金融，尤多妨害，自應予以取締。(一)上海證券交易所遞延交割業務，統自三十七年四月五日起停做，其已做未結之帳，准照原約定日期清結，不得再行延展。(二)以後證券交易所業務，應以現貨交易為限，不得以何方式舉辦期貨交易。(三)場外交易應嚴格禁止，經紀人如有違法經營場外交易者，應即吊銷其執照，并依法究辦。(四)財政經濟兩部駐證券交易所之監理員，應負責切實執行前項之規定，毋稍寬縱。」

證交遞延交割交易自三十七年四月五日前市起，停止新交易；如有了結交易，做至四月七日(星期三)前市為止。所有未結存帳，仍照原約定日期四月九日(星期五)辦理交割。

又各經紀人代客戶了結本期遞交，原有相互軋抵部份之交易，致存帳發生差額時，仍照原定辦法徵收本證據金現金五成，每一經紀人存帳額，仍以國幣二百億元為限。

## 「中泥」「信和」換發新股票

限以股票交割

中國水泥股份有限公司本年四月十日函報，定於四月十二日開始換發

股票。茲核定該公司股份交易，自本年四月十五日後市起，限以股票交割。

信和紗廠股份有限公司三十七年四月十二日函報，該公司新股票業已印就，自四月十三日起開始換發。茲核定該公司股份交易自本年四月二十六日前市起，限以新股票交割。

## 「華豐」「中興」換發新股票

限以股票交割

華豐糖業股份有限公司本年四月二十六日函報，以該公司辦理增加資本至四百二十億元一案，業已奉到經濟部批准，並發給變更登記執照，現定於本月二十八日起，開始換發新股票。該公司股份之交易，准自本年五月一日(星期六)前市起，憑新股票上市開做，成交單位改定為十萬股。恆豐紡織股份有限公司本年四月十六日函報，該公司新股票定於四月三十日起開始換發。茲核定該公司股份交易，自本年五月十七日(星期一)前市起，限以新股票交割。

中興輪船股份有限公司本年四月二十九日函報，以該公司調整資本一案，已呈奉經濟部核准變更登記，頒發新照，並定於本年五月一日起開始換正式股票。茲核定該公司股份交易，應自本年五月二十四日起，憑股票交割。

## 「勤興」「國貨」召開股東會

照章停止股份過戶

勤興紡織襪衫廠股份有限公司本年四月八日函報，該公司本月八日董事會議決，定於本月二十四日召開股東臨時會，報告三十六年度決算帳略，討論盈餘分配及增加資本等案，自本月九日起至開會日止，照章停止股份過戶。



上海中國國貨股份有限公司本年四月八日函報，該公司董事會決議，定於四月二十八日召開第十五屆股東常會，報告三十六年度營業狀況及賬略，討論盈餘分配及增資問題等事項，自即日起至股東常會終了日止，停止股票過戶。

### 「新光」增資至二千六百六十億

每一老股贈五股認四股

新光標準內衣染織整理廠股份有限公司經本年三月三十一日股東臨時會決議，增加資本二千三百九十四億元，連同原有資本國幣二百六十六億元，合成資本總額國幣二千六百六十億元，分爲二百六十六億股，每股仍爲十元，茲將增資辦法附錄於后：

(一) 原有資本二百六十六億元。

(二) 新增資本二千三百九十四億元，合成資本總額國幣二千六百六十億元，分爲二百六十六億股，每股仍爲十元。

(三) 每一老股得認購新股九股，其中四股計國幣四十元，由各股東以現金認繳，尙餘五股計國幣五十元，除以每一老股應得三十六年度股利國幣一元撥充外，餘數由董事會先行墊付足額。

(四) 自本年四月九日起至同月十四日上午十二時止，爲繳納增資股款期間，逾期作爲放棄權利，其不足之數，由董事會籌募足額。

又該公司開始辦理增資手續，其股票應自本年四月八日(星期四)前市起暫停遞交交易，四月九日(星期五)前市起暫停現貨交易。

### 「勤興」增資至八百零六億四千萬元

每一老股認五股

勤興紡織機衫廠股份有限公司經本年四月二十四日股東臨時會決議，新增資本國幣六百七十二億元，連原有資本國幣一百三十四億四千萬元，合成資本總額國幣八百零六億四千萬元，分爲八十億另六千四百萬股，每股仍爲國幣十元，每一舊股得認購新股五股，並自四月二十六日起至五月三日止，辦理認繳增資股款手續。

該公司開始辦理增資手續，其股票應自本年四月二十七日(星期二)

後市起暫停交易，所有已做之交易，概以該公司之老股票連權交割。

### 經紀人動態

- 第三十八號准予復業
- 第六號吊銷執照處分
- 第二一一號准予恢復入場營業
- 第九一號暫停入場交易

第三十八號經紀人吳文會場外交易嫌疑案，業經法院裁定，不予起訴。茲准上海交易所監理員辦公處監(37)字第一〇〇二號公函，轉奉財政部京商37字第九七〇九號指令准予復業，該經紀人應予即日復業。

第六號經紀人新豐公司，逾限未遵增繳保證金，經報奉財政部京商37字第一〇八四九號批示，應予吊銷執照處分，並已通知該經紀人遵照辦理。

第二一一號經紀人楊智昌前以違反交易所法罪嫌，經本所公告於三十六年九月十二日起，暫停營業。茲准上海交易所監理員辦公處監字第一〇一九號公函，以案經法院裁定不起訴處分，轉奉財政部京商37字第二九五四一號指令，准予復業，惟其逃抗部份，仍應依法移送法院裁判。該經紀人應自即日起，准予恢復入場營業。

准上海交易所監理員辦公處監(37)字第一〇三九號公函，以上海市警察局查獲第九十一號經紀人龔禮遠經營場外交易一案，業經移請上海地方法院偵審，並呈奉財政部京商37字第一二五二三號指令，在審理期間，該經紀人應暫停營業，並自即日起，暫停入場交易。

### 取締證券場外交易

當局決定新辦法

當局爲取締證券場外交易及處置對講電話，決定新取締辦法。  
(一) 對凡經證券交易所核准之對講電話之處置爲：

(1) 如有核准證而地址不符者，應由警察局先行查封，將核准證吊銷，送還證券交易所。

(2) 有核准證而有客實買行為實據者，即將電話拆除，並將核准證吊銷送還證券交易所，一面將負責人送法院懲辦。

(二) 對電話公司裝置之對講電話之處置為：

(1) 凡在二月十六日以前裝置之對講電話，無證券交易所核准者，由警察局會同公用局一律拆除。

(2) 在二月十六日以後，已向證券交易所申請者，先予查封，限十日內提出核准證明後，方得使用，無核准證者，由警察局會同公用局拆除。

(三) 對私裝對講電話，經拆除後發現有復裝者，仍對嚴拘禁。

(四) 對證券場外交易之處理為：

(1) 由財政經濟兩部派駐上海證券交易所監理員辦公處會同警察局，經常派員至各證券字號記錄交易額，以備查考。

(2) 凡非經紀人而經營證券交易者，由警察局依法嚴予取締。

### 立法院通過短期國庫券條例

由中央銀行在公開市場發行

短期國庫券條例，於本年四月十五日已完成立法手續，由立法院正式通過，全文如下：第一條、國民政府為調節金融吸收游資，發行國庫券，定名為民國三十七年短期國庫券。第二條、本國庫券視實際需要，分左列三種期限發行之，總額不加限制。一、一個月期，二、二個月期，三、三個月期。第三條、本國庫券面額分為國幣一千萬元、五千萬元、一億元、五億元、十億元五種，均為不記名式。第四條、本國庫券利率定為月息五分，於到期日本息一併付給。第五條、本國庫券授權中央銀行在公開市場發行，並視市場資金供求情形，得升值或折扣發行，并得於未到期前向市場贖回。第六條、本國庫券發行折扣與第四條所定月息合計，不得超過市面一般利率，中央銀行並應按週將發行數額報告財政部備查。第七條、本國庫券還本付息基金，由財政部於庫券到期前五日，就發行實數在國稅收入項下撥充，并由中央銀行及其委託之銀行經付。第八條、對於本國庫券有偽造之行為者，由法院依法懲治。第九條、本條例自公布日施行。

### 短期國庫券開始發行

第一天發行折扣為八七·三

政府為吸收游資，穩定物價，決定發行之三十七年短期國庫券，國行已定於四月三十日開始發行。其第一天發行折扣，亦經國行組設之利率委員會，決定為八七·三。換言之，即百元庫券當時付八十七元三角，一個月到期後，本利共付給一百零五元，合月息二角，每月實足三十天到期，此項庫券已分在外灘十五號國行業務局、廿四號國庫局、虹口國庫局收支處等三處掛牌發售，凡在營業時間內，任何人均可前往購買，並無申請等手續。購買者除持國行本票及現鈔可立即換得庫券外，至持用其他行莊支票票購買者，均須經過交換手續，次日始能取得庫券，十二時以後停收行莊支票。

### 國庫券改進發行技術

添發半月及月底到期兩種

中央銀行為調節金融吸收游資而發行之短期國庫券，自上月三十日在滬發行以來，一切進行情形，尚稱順利。五月十五日國行劉副總裁特招待滬市新聞界，對於半月來發售經過作詳盡之報告，并發表數字，據稱：

① 上海發售一個月期（實足三十日計算）券，截至目前為止，共售出一萬四千餘億元，今後除繼續辦理外，並發行一個月期月底到期及一個月期中到期券兩種，各該庫券發行折扣按日分別掛牌公佈。

② 自即日起發售地點推廣至南京、天津、廣州、漢口、重慶五大都市，以一個月期（實足三十日計算）券一種為限。掛牌折扣由中央銀行總行指示原則，各該地分行參酌實際情形決定辦理。各該地分行售出之庫券到期後，仍應在發售當地付款。各地分行俟接到通知後即可開始辦理。

③ 關於發行技術問題，經半月來逐漸改進，將採納各方意見另訂辦法辦理，至上市及抵押諸問題目前尚未決定。

### 兩月期短期國庫券

五月三十一日起開始上市

另在五市定期發行一月期一種

關於民國三十七年短期國庫券推廣發行及正式上市問題，中央銀行劉副總裁於五月二十九日下午六時在央行會議室招待記者，談稱：國庫券一個月期之三種（○實足三十天者，○五月底到期，四月底發行者，○六月半到期，五月十五日發行者），仍按照原辦法由中央銀行業務國庫兩局發售，自六月一日起，京、津、穗、漢、滬五大都市央行分行，同時開始發售一個月期實足三十天之國庫券，出售折扣由總行規定原則，由各分行各自斟酌當地利率情形，決定掛牌。上海方面並將委託中國、交通、中農、中信、郵匯、合作金庫，及上海市銀行等經售一個月期實足三十天之國庫券，頃正在準備中，發售日期尙待決定。自三十一日起，短期國庫券將正式在上海證券市場上市，暫限二個月期之國庫券，分甲、乙兩種。交割辦法：甲，今日（上午或下午）交易，明日上午交割。乙，今日（上午或下午）交易，後日上午交割，均由中央銀行委託中國、交通兩銀行信託部，代理經紀。發售折扣由央行公開市場委員會（由原有利率委員會改組成立入選未更動），決定幅度，市場交易行市，得在幅度內升降。此次上市，乃為調節市場銀根，視市場情形，決定處理。劉氏並稱：短期國庫券自上月三十日發售以來，迄五月二十九日止，已售出二萬五千億元，情形相當順利云。

### 經付外幣債券本息限額

據中央銀行國庫局消息：關於經付外幣債券本息，前會規定按託收手續辦理，嗣經財政部通知，改按到期支付日上海指定銀行外匯掛牌買進市價折付國幣，並為便利持票人免取本息計，可由各地經付行局普遍辦理，該局頃特按照經付國幣公債本息票透支限額辦法，規定分行處經付外幣債券本息限額如下：○一等分行爲美金五萬元，英金一萬五千鎊。○二等分行美金三萬元，英金一萬鎊。○三等分行及辦事處爲美金一萬元，英金五千鎊。

### 限制外幣證券輸出

國行以第一三二號通函致各指定銀行，謂詢財部之請，咨請於今後對外幣證券輸出之申請，代爲初步審查，以憑轉請財部核准輸出許可證。

### 國行貼放委員會成立

國行貼放委員會於四月二十七日舉行成立會議，由張總裁主席，出席委員徐柏園、李銘、徐寄願、龔寶樹、趙棟華、劉攻芸、沈熙瑞、主任秘書方善柱及工礦農業等顧問委員會召集人張茲園、張心一等。國行今後貼放工作，將不與普通商業機構發生關係，其直接對象，一爲銀行，一爲四聯總處，屬於國策貸款者，可向四聯總處申請，四聯總處核定後，轉交國家行局辦理，由國行重貼現，轉抵押。一般廠商所需週轉資金，向銀行貸款，放款銀行缺乏資金週轉之時，即可向國行貼放委員會申請貼放，貼放會審核屬實後，即可辦理重貼現或轉抵押。

### 僑胞儲券得換購美金公債

行政院本年五月七日臨時政務會議，通過海外僑胞原購國幣節約建國儲蓄券換購民國三十六年美金公債辦法，凡抗戰時期僑胞在海外原以外幣按當時官價折購之國幣節約建國儲蓄券，除已償還收回者外，特准換購民國三十六年美金公債。

### 改善外匯管理政策

採結匯證明書辦法

中央銀行兼總裁俞鴻鈞氏，於五月三十日下午六時半舉行記者招待會，該行副總裁劉攻芸，輸管會主委龔寶樹，財部錢幣司長戴銘禮均列席，俞總裁即席宣佈我外匯政策重要修改，採用結匯證明書辦法，以彌補過去之漏洞，消滅進出口不合理之現象。又稱：此辦法實施後，對於外匯市價與黑市之脫節，亦無形接近，以後平衡會外匯率可不需經常調整，而使貿易制度更臻完善。嗣由輸管會霍主任委員龔樹補充發表意見，認爲此項辦法係經營當局之再三研討後始告決定，與貿易專家之理想辦法，不謀而合。

### 香港證券交易所提高股票佣金

香港證券交易所正式通告，自四月十八日起，各種股票的佣金恢復為從價百分之一徵收，起徵點為港幣五元。港政府公債的佣金，仍為百分之〇·二五，未曾變更。股票佣金之所以提高，因自去年十月十五日減低佣金以來，多數經紀人不能維持開支之故。

### 香港股價指數

據香港 *Forbes* 編製的股價指數，本年最高價格指數為二月十二日的一四八·六八，最低為四月十六日的一四三·五六。去年最高指數為一五五·八一，最低為一二三·八八。茲將本年三、四兩月香港股價指數列後：

三十七年三月一日	四月五日
一四八·〇一	一四五·三四
二日	一四七·三八
三日	一四七·三四
四日	一四七·一七
五日	一四七·二五
六日	一四七·三七
七日	一四七·〇四
八日	一四七·二五
九日	一四七·〇四
十日	一四六·九八
十一日	一四七·一四
十二日	一四七·二九
十三日	一四六·八九
十四日	一四六·八三
十五日	一四六·八三
十六日	一四六·八三
十七日	一四六·八三
十八日	一四六·三三
十九日	一四六·一九
二十日	一四六·一九
二十一日	一四六·一九
二十二日	一四六·〇九
二十三日	一四六·〇九
二十四日	一四六·三六
二十五日	一四六·五〇
二十六日	一四六·五〇
二十七日	一四六·三三
二十八日	一四六·九〇
二十九日	一四六·九〇
三十日	一四六·六六

### 美加英法四國證券市價表

(甲) 公債		(乙) 股票	
年	月	年	月
一九三九	二月	一九三九	二月
一九四〇	二月	一九四〇	二月
一九四一	二月	一九四一	二月
一九四二	二月	一九四二	二月
一九四三	二月	一九四三	二月
一九四四	二月	一九四四	二月
一九四五	二月	一九四五	二月
一九四六	二月	一九四六	二月
一九四七	二月	一九四七	二月
一九四八	二月	一九四八	二月
一九四九	二月	一九四九	二月
一九五〇	二月	一九五〇	二月
一九五一	二月	一九五一	二月
一九五二	二月	一九五二	二月
一九五三	二月	一九五三	二月
一九五四	二月	一九五四	二月
一九五五	二月	一九五五	二月
一九五六	二月	一九五六	二月
一九五七	二月	一九五七	二月
一九五八	二月	一九五八	二月
一九五九	二月	一九五九	二月
一九六〇	二月	一九六〇	二月
一九六一	二月	一九六一	二月
一九六二	二月	一九六二	二月
一九六三	二月	一九六三	二月
一九六四	二月	一九六四	二月
一九六五	二月	一九六五	二月
一九六六	二月	一九六六	二月
一九六七	二月	一九六七	二月
一九六八	二月	一九六八	二月
一九六九	二月	一九六九	二月
一九七〇	二月	一九七〇	二月
一九七一	二月	一九七一	二月
一九七二	二月	一九七二	二月
一九七三	二月	一九七三	二月
一九七四	二月	一九七四	二月
一九七五	二月	一九七五	二月
一九七六	二月	一九七六	二月
一九七七	二月	一九七七	二月
一九七八	二月	一九七八	二月
一九七九	二月	一九七九	二月
一九八〇	二月	一九八〇	二月
一九八一	二月	一九八一	二月
一九八二	二月	一九八二	二月
一九八三	二月	一九八三	二月
一九八四	二月	一九八四	二月
一九八五	二月	一九八五	二月
一九八六	二月	一九八六	二月
一九八七	二月	一九八七	二月
一九八八	二月	一九八八	二月
一九八九	二月	一九八九	二月
一九九〇	二月	一九九〇	二月
一九九一	二月	一九九一	二月
一九九二	二月	一九九二	二月
一九九三	二月	一九九三	二月
一九九四	二月	一九九四	二月
一九九五	二月	一九九五	二月
一九九六	二月	一九九六	二月
一九九七	二月	一九九七	二月
一九九八	二月	一九九八	二月
一九九九	二月	一九九九	二月
二〇〇〇	二月	二〇〇〇	二月

# 工商調查

## 證交上市股票發行公司

### 開北水電股份有限公司概況

#### 一 建廠經過

開北水電廠原為江蘇省當局所創辦，民國十三年一部分熱心人任集資建立開北水電股份有限公司，備價向江蘇省當局承購其資產，以及營業權，始改民營。該公司之營業區域頗為遼闊，東沿黃浦江，西沿蘇州河，中貫京滬及滬杭局兩鐵路。專營權期限，則由民國二十三年至六十三年，有五十年之久。創立後，一再擴展水電廠及各項設備，業務相當發展。至八一三滬戰發生前夕，發電容量最高負荷曾達二萬八千六百八十瓩，每月製水量亦達一百二十餘萬立方公尺。上海淪陷之後，該公司所有資產悉被敵方侵佔，組織所謂華中水電公司。直到抗戰勝利後，該公司始克將原有資產重新接收，并一面向四聯總處貸得鉅款，逐漸恢復其原有規模。同時，在三十四年十二月進行重估資本為九百萬元，三十六年八月經股東會議決，再依照「工礦運輸事業重估固定資產調整價值辦法」，增資至二百七十億元，較重估資本已見增加三千倍。

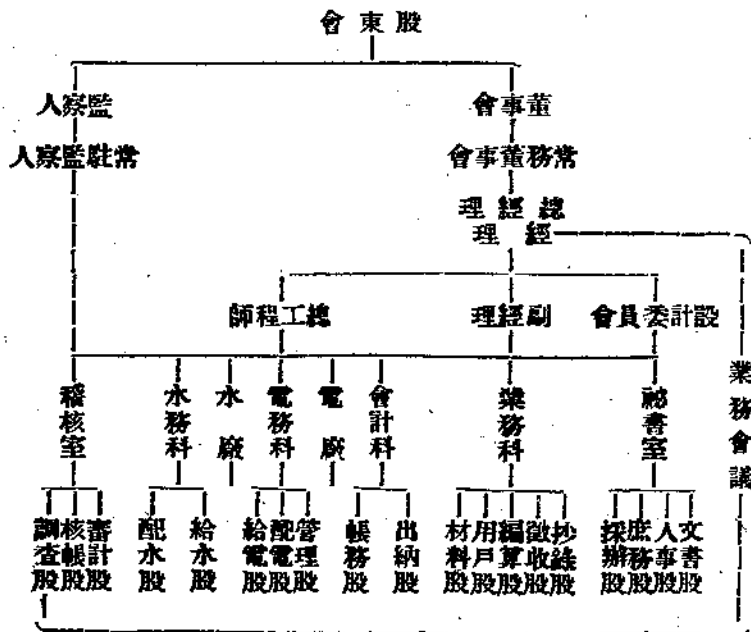
該公司之總公司現設於上海四川北路一八五六弄一號，電話為四六二一〇或四六二三〇。

#### 二 公司組織

該公司為股份有限公司之組織。在股東方面，據三十六年五月該公司

呈報情形，股東人數計有二千二百六十九人，股份分配頗為集中，持有股份最多十人竟佔去所有股份百分之三十六。其中如孫煜峯所持股份竟達總股份五分之一弱。

至公司組織系統方面約如次表：



張勇龍  
明龍桂  
炯

該公司現任董事長為錢新之，常務董事李銘、王子崧、陸子冬、孫煜峯，董事施丙之、李叔明、浦心雅、劉聘三、顧麗江、竹森生、繆天行、姚啓聖、王兼士、金翰齋。常駐監察人則為唐伯文，監察人施博羣、李濟生、潘仲麟、董仲周。由於戰前董監事物故者不少，故現任董監事頗多新人，其中金融界人士佔據很多。如現任董事長錢新之與潘仲麟均同時任職於交通銀行，常務董事李銘任職浙江實業銀行，董事李叔明任職中國農民銀行，劉聘三中華勸工銀行，浦心雅中匯銀行。其次煤業界亦佔有相當地位，如常務董事陸子冬同時服務於華東煤礦公司，常駐監察人唐伯文亦係中興煤礦公司負責人之一。

至該公司現任總經理，則係常務董事陸子冬兼任。陸君於勝利後為該公司進行接收，頗著勳績。經理由董事王兼士兼任。副經理一職，則由董事金翰齋君出任。

### 三 生產設備與產銷情形

該公司擁有電廠兩家，總廠在軍工路沿浦，分廠恆豐路底。水廠一家，則在開股路。戰前電廠原有鍋爐七座，其中六座為斯可達出品，一座為美國燃機公司出品。透平發電機四座，其中三座為斯可達出品。抗戰時期損失頗重，復員後盡力修復，現在尚有斯可達廠製造發電機兩座，因損壞過重，一直在修理中。目前使用之兩座發電機，發電量約在九千瓩以上。若另兩座斯可達出品發電機修復，發電量當可增到二萬瓩左右。至於購電方面，該公司與華商電氣公司、浦東電氣公司合同向上海電力公司購電，最高負荷原為一萬九千四百瓩，或八百八十萬度，後減至一萬八千九百瓩，或八百三十六萬度。而該公司所佔購電量減為八千五百瓩或三百五十五萬度。另該公司向永安紗廠訂約購電限量為一千五百瓩。現在實際每月購電量約為三百多萬瓩小時。

至於水廠部分，原有馬達幫浦三座，勝利後收回者僅八〇〇馬力一座。另有鋼筋水泥水塔一座，高八十五英尺，容量十七萬加侖。目前每月製水量約在二百二十萬立方公尺左右。因區域廣泛，水量損失率頗大，約在百分之三十左右。

銷售方面，該公司最感困難者為竊用水電者太多，制止亦感困難。據估計積欠水費不付者約佔水費總收入百分之三十以上。積欠電費不付者亦

佔電費總收入百分之五左右。另一方面，水電價格又常未能隨物價調整。在三十四年前，公司頗有虧蝕，三十五年後歷經整頓，價格業經准允依照一定成本公式調整，收支勉能維持。

三十六年該公司之售電總量為九千一百六十二萬多度，較三十五年增加約有半數。其中以電力售電量最多，約達總售電量三分之二。次多者為電燈售電量約五分之一弱。三十六年之售水量達一千四百多萬立方公尺，較三十五年亦見增加了百分之十八左右。

### 四 三十六年財務情形

該公司在三十四年三十五年營業頗有虧損，但由於公司極力整頓之結果，三十六年已有盈餘。據該公司三十六年度決算報告，去年盈餘達國幣七十一億九千三百八十六萬元，淨益率約在百分之四左右。

若以收支情形來分析：收入方面，以電費收入佔據最多，達總收入百分之八十三弱。水費收入次之，僅百分之十弱。在支出方面來講，發電費用也佔去最多，約百分之五十二強，管理營業費用亦大，約百分之二十三，製水費用則為百分之七。

三十六年該公司資產方面，固定資產達國幣五五、三八三、一八四、七三八、四八元，流動資產八二、二〇六、八五一、〇〇〇、六〇元，總資產額為一三七、五九〇、〇三五、七三九、〇八元。故流動資產比固定資產頗見超出，其比例約為一·四八比一。至負債方面，則流動負債為九二、〇五七、七〇七、六四〇、四三元，固定負債為四五、五三二、三二八、〇九八、六五元，合計負債總額當亦達一三七、五九〇、〇三五、七三九、〇八元。故流動負債超過固定負債，其比例當為二·〇二比一。流動資產與流動負債之比例則為〇·八九比一。

再盈利分配方面：除百分之十六繳納所得稅外，另彌補三十五年度虧損及提存百分之十法定公積，淨餘額為國幣五、三七二、一七一、六〇〇·七五元，其分配比例股東股利佔百分之七五，計國幣四、〇二九、一二八、七〇〇、六〇元，員工酬勞佔百分之二五，計國幣一、三四三、〇四二、九〇〇、一五元。

# 上海橡膠工業概況

勇龍桂  
張明炯

## 一 概況

橡膠工業為新興工業之一種，在我國歷史尚短。按民國六年廣東樹膠公司創立於廣州，可謂為本業事實上的先驅。乃後上海、青島、東北、重慶等處，相繼設廠，頗有形成數個橡膠工業區的趨勢。按本市同業雖始於民國十年雙十節，以江灣模範工廠的設立為首。十七年後，新廠增多，截至抗戰時止，據調查已共有橡膠製造廠五十九家，惟其中繼續開工者，僅不過二十七廠而已，抗戰開始之後，少數被燬於炮火，另一部份則遷入租界營業。太平洋戰爭爆發後則原料供應與成品推銷，俱有困難，因此全業俱陷窒息狀態。迨勝利既降，各廠紛紛恢復，新公司之組織，亦甚為踴躍。乃截至目前為止，據調查以上海市為區域的第一區橡膠工業同業公會會員已達七十七家之多。其分佈及資金情形，可見下表：

### 上海橡膠業各廠概況一覽表

廠名	廠址	成立年月	組織方式	資本總額	董事長或總經理	產品種類	商標	工人人數
一德橡膠廠	昆明路七四九號	卅五年八月	獨資	八億	顧炳瑞	套鞋、跑鞋及其他製品	五星、德字	二五三
上海科學橡膠廠	建國四路二七九弄十號	卅二年十月	股份有限公司	一億	趙季良	套鞋等	金圓	五六
上海紅星橡膠廠	武夷路一七〇號	卅三年十月	股份有限公司	一億	滕忠和	橡膠鞋	天、大可、吉祥	四〇〇
上海橡膠製品廠	昆明路四八二號	卅五年五月	無限公司	二億	沈善昌	皮球、套鞋、熱水袋等	上字	一二六
久康橡膠廠	江蘇路曹家埃一號				金錫章			
大中華橡膠廠	(一) 徐家匯路一一〇二號 (二) 長寧路二九號 (三) 寶國路二四一號 (四) 塘山路一一〇〇號 (五) 懷德路一五號	十七年十月	股份有限公司	五億	杜月笙	各種車胎、膠鞋、水袋等	雙錢	三四〇〇
大成橡膠廠	長陽路九四一號	卅六年一月	股份有限公司	二億	龔自牧	各種膠鞋	雙燕、海燕、熊貓	二〇五
大同實業公司	眉州路三〇〇號	卅一年六月	股份有限公司	三億	葉振民	各種車胎、橡皮、襯帶、滾筒等	三元	一四六
大孚橡膠廠	長甯路一一〇號	十九年	股份有限公司	一億	徐中和	球鞋	大虎	
大陸橡膠廠	通北路八七六號	卅三年一月	股份有限公司	八億	葛寶華	膠鞋	雙福	四〇〇
大華橡膠廠	橫榔路二一三號	卅一年十月	合夥	九千五百萬	胡可權	橡膠皮鞋	百合、球王	
大興橡膠廠	懷德路濟甯路	卅六年四月	股份有限公司	六億	龔友齊	各種鞋	新新、永安	一九七
大豐橡膠廠	陸家浜路草鞋灣	卅六年一月	獨資	一億	胡鳳章	膠鞋	百吉	一〇一
中孚文記橡膠廠	裕德路九八弄	卅一年十一月	獨資		毛文志	鞋、車胎、橡皮圈	黑貓	九三
中南橡膠廠	全家庵路五二號 (另有重慶、貴陽廠)	卅九年四月	股份有限公司		莊怡生	鞋、車胎、皮帶	飛輪	二九〇

中國申一橡膠帶廠	陝西北路八一五弄	廿一年七月	股份有限公司	一億五千萬	邵長春	膠帶等	申一	八五
中國橡膠製品廠	敦惠路四〇號	卅五年二月	合夥	五億	吳守善	鞋	金獅	
中華橡膠廠	中正西路汪家弄	卅年	股份有限公司	一億五千萬	蔣敬莊	鞋、皮帶、管子、車胎	勝利	一〇五
五洲橡膠廠	(一)康定路一三五七弄 (二)塘山路一〇二五號		股份有限公司		鄒子琳	靴、鞋	保用、元元	
元元橡膠廠	長甯路蘇家角	卅五年十一月	股份有限公司	一億八千萬	吳永平	橡皮線、布、管子	帆船	七八
天華橡膠廠	歐陽路九六號	卅三年五月	股份有限公司	八億	榮志敏	電線、鞋	電力、飛機	九九
世界電業廠	常德路六一八弄	廿四年	股份有限公司		周福慶	滾筒	世界	四五
世界橡皮工業社	匯山路一〇四八號		合夥		鄧兆珍	鞋	兄弟	
兄弟實業社	武定路四二三號	廿六年一月	股份有限公司	三億	劉漢榮	鞋、其他	回力、大喜	一四九三
正泰信託橡膠廠	大連路五一六號	卅五年五月	獨資	一億二千萬	張國興	再生膠、中底	三鐘、三鎗、標準	四二二
正德橡膠廠	張家宅公茂里	十九年	股份有限公司	二億一千萬	葉翔廷	皮球、熱水袋、日用品	永	四四五
民生橡皮廠	安遠路六一四號	七年	股份有限公司	四億五千萬	張全富	鞋、滾筒	永固、建國	一四七
永和實業公司	(一)民生路六一號 (二)長壽路一四七號 (三)歸化路八二六號	卅一年九月	合夥		章克勤	零件	永勤、獸王	十四
永固橡膠廠	周家嘴路七四一號	卅五年八月	合夥		馮玉良	皮球	A	四二
永動橡膠物品廠	(一)康定路一〇三二號 (二)楚王渡路一三一二弄	廿四年十月	獨資		謝永泉	靴鞋	禾字	五八五
永豐工業社	周家嘴路一八五號	卅四年九月	合夥		葉瑞珪	鞋底	CC, 888	六五
申禾橡膠廠	楚王渡路一五二三弄	卅六年三月	股份有限公司	五億	陳梅芳	鞋	光華	一九一
企昌橡膠廠	江蘇路呂西納路	卅一年六月	股份有限公司	八億	林榮生	鞋、滾筒、底、跟	象、月亮、箭	六六
光華橡膠廠	復興東路三二九弄	廿四年九月	股份有限公司	二億	虞聲聞	鞋、筒、另件	水鴨、利亞	一四〇
合衆橡膠廠	安遠路一〇一A	卅五年十一月	股份有限公司	十億	楊少振	鞋	回力	五一〇
利亞橡膠廠	朝陽路一三一號				趙江漢			
利泰橡膠廠	魯班路南塘浜				湯惠生			
利康橡膠廠	岳州路二九九弄	廿一年	股份有限公司		任志遠	鞋、胎、滾、膠木	香爐、無敵	
利豐橡膠廠	歸化路一〇八二號	卅五年四月	股份有限公司		任志遠	鞋、胎、滾、膠木	香爐、無敵	四四二
宏大橡膠廠	齊齊哈爾路一二四號	卅五年	獨資	三億	黃玉香	鞋	紅利	三一五
宏大第二廠	北海路二六七弄	卅五年八月	股份有限公司	卅二億	袁國傑	鞋	金剛、龍	三〇〇
明新橡膠廠	凱旋路四九二號	廿九年五月	股份有限公司	三億	李宏候	鞋	菊花	
金剛橡膠廠	梵皇渡路康家橋				顧方行			
南洋橡膠廠	江蘇路七三四弄	廿八年			管富			
建業橡膠廠	恩園路一四二三弄							
美豐橡膠廠								



振華橡膠廠	長壽路五七一號	卅五年七月	股份有限公司	二十億	邵長春	鞋、帶、胎、管	好字	一六八
益昌橡膠廠	(一)武夷路五一三號 (二)法華路三〇七號	卅八年一月	股份有限公司		周仲慶	鞋	金雞、雙十	五〇
培成橡膠電業廠	新昌路六一弄	卅五年十一月	股份有限公司		鄭佩民	電線	鳳凰、孔雀	二二〇
通用橡膠廠	魯班路南塘浜	卅五年四月	獨資		陸士虬	鞋	回力	五〇
勝利橡膠廠	愚園路一四二三弄	卅三年	獨資		李梅生	鞋底	勝利	一三〇
華成橡膠廠	康定路六〇三弄				葉問梅	鞋	飛馬	四八六
華利電線廠	土山灣				吳茂利	鞋	立鶴、華豐	
華豐橡膠廠	(一)武進路四九九弄 (二)江灣路二七二號	廿八年三月	股份有限公司		林汝康	鞋		
勤工實業公司	斜土路一一〇號				李坤泉			
新中國橡膠廠	華德路三一四號				陳秉堃			
新生橡膠廠	梵皇渡路一三一二弄	卅五年八月	合夥		沈慕純	鞋	SSS	一〇〇
福泰橡膠廠	朝陽路一三一號				薛貫一	鞋、胎、手套、底		
義生橡膠廠	安遠路二九九號	十八年二月	股份有限公司	四十億	馮竹賢		箭鼓、堅固	五五七
實業橡膠廠	東餘杭路九一二號	廿年五月	股份有限公司	二億	王叔循		紅星	一四九
廣東橡皮衝器廠	東長治路七一號				陳文堯			
慶德橡膠廠	寶山路八六二號	卅五年三月	股份有限公司		邱汝鈞	鞋	KKK	一四二
潤豐橡膠廠	中正西路張家宅	卅三年	獨資		黃寶坤	鞋	飛力、太極	一六〇
環球橡膠廠	小沙渡路八一〇號	廿六年	合夥		周倫元	管子、內胎	聯合	二五
聯合興記橡膠廠	愚園路一四二三弄	十五年六月	獨資		蔡英華	皮、車胎、線	環球	四〇
雙龍橡膠廠	華山路七七〇弄	廿九年	股份有限公司	四億	鄭仁業		雙龍、雙鳳	八〇
麗華橡膠廠	愚園路六四七號				錢麗泉			八〇
實生橡膠廠	同仁街八一弄				顧方新			八〇

按上表所列共有六十八廠，其他數家，則因材料不齊，難以平列。就表所示，已可見產品種類之繁多，而大部份與軍需民用，當俱有密切關係。至工作人數，據最近之調查，則全市同業共有技術人員四二〇人，技術工人男三、八〇四人，女三、九八八人，童八四人，而普通工人男亦達三、三九六人，女三、一四四人，童一七七人，其總計為一五、〇一四人，業較上表所列為增加多矣。

一一 設備

本市橡膠業主要生產設備，為各種規格混合車三百八十四架。比較言之，當以中型者為最多。其分配如次：

上海橡膠業設備概況

——三十七年四月——

混合車規格	架數
22" X 55"	2
20" X 55"	1
18" X 43"	9
16 3/8" X 30 1/2"	1
16" X 48"	2
16" X 44"	6
16" X 42"	2
16" X 40"	4
16" X 39"	1
16" X 32"	2
15 1/2" X 30 1/2"	1
14" X 40"	1
14" X 38"	4
14" X 36"	236
14" X 34"	16
14" X 32"	13
14" X 30"	8
14" X 28"	2
12" X 30"	21
12" X 28"	26
12" X 27"	2
12" X 26"	4
12" X 25"	1
12" X 24"	14
10" X 26"	1
10" X 24"	4
合計	394

規模較大各廠所攤車數，尤可以下表示之：

邵長春	鞋、帶、胎、管	好字	一六八
周仲慶	鞋	金雞、雙十	五〇
鄭佩民	電線	鳳凰、孔雀	二二〇
陸士虬	鞋	回力	五〇
李梅生	鞋底	勝利	一三〇
葉問梅	鞋	飛馬	四八六
吳茂利	鞋	立鶴、華豐	
林汝康	鞋		
李坤泉			
陳秉堃			
沈慕純	鞋	SSS	一〇〇
薛貫一	鞋、胎、手套、底		
馮竹賢		箭鼓、堅固	五五七
王叔循		紅星	一四九
陳文堯			
邱汝鈞	鞋	KKK	一四二
黃寶坤	鞋	飛力、太極	一六〇
周倫元	管子、內胎	聯合	二五
蔡英華	皮、車胎、線	環球	四〇
鄭仁業		雙龍、雙鳳	八〇
錢麗泉			八〇
顧方新			八〇

上海較大橡膠設備一覽表

——三十七年四月——

廠名	原有設備		最近新增設備	
	混合車規格	架數	混合車規格	架數
大中華一廠	18" × 48"	8	10" × 19½"	1
	14" × 36"	26		
	12" × 30"	2		
	12" × 24"	1		
大中華二廠	16" × 29"	1	16" × 42"	1
	14" × 40"特	1		
	14" × 35"	10		
	14" × 35"	1		
大中華三廠	12" × 30"	2	14" × 36"	2
	14" × 36"	7		
	14" × 36"	5		
大中華四廠	12" × 28"	1	18" × 48"	2
	12" × 26"	1		
	14" × 36"	1		
義生	18" × 43"	1	18" × 40"	1
	14" × 36"	14		
	12" × 30"	1		
民生實業	14" × 36"	7	14" × 36"	1
	14" × 36"	2		
	14" × 32"	2		
	14" × 23"	2		
宏大一廠	12" × 30"	1	14" × 36"	10
	14" × 36"	6		
	14" × 38"	1		
宏大二廠	14" × 36"	5	14" × 36"	10
	14" × 34"	1		
	14" × 30"	3		
	14" × 30"	3		
正泰	22" × 50"	2	14" × 36"	2
	20" × 50"	1		
	16" × 42"	4		
	16" × 30"	1		
	15" × 30"	1		
	14" × 36"	15		
	12" × 30"	5		
申禾	18" × 48"	1	14" × 36"	2
	14" × 38"	1		
	14" × 36"	10		
上海紅星	14" × 36"	4	14" × 36"	2
	14" × 30"	2		
大陸	14" × 36"	6	14" × 36"	2
	12" × 28"	1		
大同實業	16" × 40"	1	14" × 36"	2
	14" × 36"	3		
	14" × 32"	3		
中南	14" × 36"	5	14" × 36"	2
	12" × 28"	2		
福泰	16" × 48"	2	14" × 36"	2
	14" × 36"	8		
大安維新	14" × 35"	11	14" × 36"	2
	12" × 32"	3		

註：其他各廠新增設備除本表第二欄所列外，尚有各式混合車四十五架，連此共計，即為六十六架。

三 產銷

橡膠工業生產產品，種類繁多。而上海各廠產量，據估計又可抵全國產量之百分之七十至八十。就同業方面所提供資料，可知目前產品項目及數量，有如下列：

上海橡膠工業各類產品最近產量統計表

——三十七年三月——

產品項目	單位	本月生產量
布面鞋	雙	四、〇二二、〇四三
皮鞋底跟	打	一七、四二六
中底	磅	九〇、六五〇
米滾筒	對磅	三〇〇
海棉橡皮	噸	一五、〇〇〇
再生膠	噸	一〇〇〇
花線	噸	六、七二三

產品項目	單位	本月生產量
皮線	噸	三、六六二
電線	噸	一四、〇〇〇
補胎橡皮	磅	一、〇〇〇
橡膠皮帶	寸層	四、二九六、九八一
膠木電蓋	打	一、二〇〇
橡皮輪盤	根	六、五二二
機器用三角皮帶	磅	二一、三六五
跑鞋底	磅	一五、〇〇〇
膠木筆桿	打	五、〇〇〇
衛生用具	打	一〇、九八六
軋煉橡皮	噸	一〇、〇〇〇
膠木	噸	一〇、〇〇〇
長統鞋	噸	三、〇〇〇
橡皮管	噸	一七、三〇〇
根尺	噸	四四九

套鞋	雙	八七一、三七八
橡皮圈	磅	二、四七七
膠木電箱	只	一一五
印刷滾筒	只	二一六
印染滾筒	只	七一
造紙滾筒	只	一
橡皮三角皮帶	呎	六、〇〇〇
電線橡皮	磅	一七、〇〇〇
排氣管	支	一、四〇〇
橡皮線	磅	一八、一四〇
薄片	碼	三五、八四〇
幫浦	打	一五〇
踏脚	羅	六〇〇
熱水袋	打	二、一八五
橡皮線圈	磅	一三、五八五
橡皮滾筒	只	一、五二三
楷字橡皮	磅	五、三六七
皮球	打	一四六、〇二四
球胆	打	一〇〇
電線包皮橡皮	磅	一〇、〇〇〇
橡皮圈	磅	七、五六九
零件	磅	三、〇〇〇
各種內胎	付	三〇、八六〇
各種外胎	付	八三、七四二
汽車外胎	套	五四、九一五
汽車內胎	套	四、八〇〇
再關於各色皮帶的生產，可以分廠表示之如次：	套	四、八〇〇

(1) 三角皮帶生產近況 (單位：吋)

廠名	本年一月份 生產量	本年二月份 生產量	平均每月 生產量	最高每月 生產量
資源委員會	四〇〇,〇〇〇	六〇〇,〇〇〇	五〇〇,〇〇〇	一,〇〇〇,〇〇〇
中央化工廠	四三,〇一九	二九四,六四三	三八六,三三三	八〇〇,〇〇〇
大來實業社	六五,一三〇	一九三,七三四	二二九,四三七	三〇〇,〇〇〇
五洲橡膠廠	一五〇,五九七	一〇七,八八七	二二九,二四三	一,三〇〇,〇〇〇
正泰橡膠廠	三二二,八三三	二九一,七九三	三五一,八一三	三,九〇〇,六五五
申一膠帶廠	一,三九九,五七九	一,四八〇,四六六	一,三七九,八二二	三,九〇〇,六五五
合計	二,三九九,五七九	一,四八〇,四六六	一,三七九,八二二	三,九〇〇,六五五

(2) 橡膠皮帶生產近況 (單位：吋層)

廠名	本年一月份 生產量	本年二月份 生產量	平均每月 生產量	最高每月 生產量
正泰橡膠廠	一,五二九,四三三	一,一七一,四七五	一,三四四,四七九	一,四〇〇,〇〇〇
中南橡膠廠	八〇〇,〇〇〇	八〇〇,〇〇〇	八〇〇,〇〇〇	一,一〇〇,〇〇〇
申一橡膠廠	二,九二六,九八〇	一,六二九,六四九	二,二六八,三三四	三,五〇〇,〇〇〇
合計	五,二五六,四六三	三,五五九,一三四	四,四一三,七九三	一,八七〇,〇〇〇

按上述諸表所列，僅為同業最高生產力的一部份。換言之，即是最近期間，實際生產能力，已大為減退。推究其故，要為各廠流動資金，日感短絀；電力供應，又嫌不足；再工人技術水準，亦多退步。但重要原料供給的不繼，却尤屬嚴重。據業中人仕聲稱，設如各廠設備全部開工，則每月即需生膠二千噸之多，而政府許允分配限額，尚不足輸入其半數。至其他副原料，更有不勝採辦之苦。茲將各項原料所需數量估計如左：

上海橡膠工廠每月所需原料估計表

名稱	產地	單位	每月最高需要量
生橡膠	南洋、星加坡	噸	二、〇〇〇
銻氧粉	美國	噸	三〇〇
透明銻氧粉	上海、美國	噸	二〇〇
立德粉	滬、美、英、比、荷	噸	二〇〇
密陀僧	上海、美國	噸	六〇

——三十七年四月——

炭酸鈣	錫	錳	各種促進劑	各種防老劑	各種顏料	松魚油	紅車油	油墨	亞麻仁油	汽油	柴油	白臘	凡士林	煤斤	鞋眼	鐵鈕	氧化鎂	硬脂酸	考貝紙	牛皮紙	炭酸鈣
浙江	台灣、美國	湖南、台灣、美國	美國	美國	上海、美國	美國	美國	台灣、美國	南美洲、美國	美、英	美、英	美國	美國	華北、上海	上海、美國	上海、美國	美	上海、重慶、溫州	挪威	挪威	美國
噸	噸	噸	噸	噸	噸	噸	噸	噸	噸	噸	噸	噸	噸	噸	噸	噸	噸	噸	噸	噸	噸
二〇〇	二〇〇	六〇	三〇	二〇	二	二〇	二九、九一六	八、〇〇〇	五〇	二四、〇〇〇	一、五〇〇	二〇	二〇	一、五〇〇	一三三、七〇〇	一八、五六九	一〇	四〇	五〇	四〇	二、〇〇〇

於右列項目之中，其必須仰給海外者，依法均歸入進口貨第二附表，即均訂有輸入限額。關於橡皮樹膠一項，其金額經歷次公佈者計：

季別	時期	全國限額金額
第一季	廿六、二—四	一、一〇〇、〇〇〇(美元)
第二季	五—七	二、〇〇〇、〇〇〇
第三季	八—十	一、五〇〇、〇〇〇
第四季	十一—廿七、一	一、五〇〇、〇〇〇
第五季	廿七、二—四	一、五〇〇、〇〇〇
第六季	五—七	一、五〇〇、〇〇〇

以上即謂每月准許進口之生膠，不過美金五十萬元而已，且規定限額

事實，事實上須分配全國並尙有未經結匯者。同時上列金額之內，尙包含製成品在內，故實際輸入額，尙不及此數。其不能滿足同業的需要，自在意中。且其他各種原料，尙與化學品、礦油臘、紙張等限額有關，其不能源源輸入，亦無疑問。茲據海關報告冊所載，可知最近二年來逐月輸入橡膠數量，僅達下列數額：

各種橡皮及樹膠輸入數量表 (單位：公担)

月別	全國輸入量	上海輸入量
三十五年 一月至六月	三六、六六四	
七月	一一、六二五	
八月	一九、五八三	
九月	三一、四五八	
十月	三四、一八七	
十一月	三六、六一八	
十二月	三八、〇九五	
三十六年 一月	二五、二六一	一四、七二六
二月	二二、六七七	一二、二一六
三月	四八、〇五三	八、〇一九
四月	三二、九七三	五、五九五
五月	三七、一六九	四、一五四
六月	三八、四七九	八、七九一
七月	三〇、一四三	一、六八八
八月	四九、三六八	一四、八六二
九月	二三、二九一	七、四三三
十月	三四、九九七	一三、一四六
十一月	二八、一一七	一九、九二二
十二月	一七、〇四一	五、五一五
三十七年 一月	一八、五五二	
二月	一八、一六二	
三月	一五、七六一	
三十五年共計	二〇八、二八九	一二五、七九九
三十六年共計	三八七、五六九	一一六、〇六七

由上可知三十五年度內全國輸入共為二萬另八百餘公噸，上海一埠，即佔一萬二千五百餘公噸。三十六年度內全國共輸入三萬八千七百餘公噸，上海佔一萬一千六百餘公噸。再三十七年一月至三月，全國共輸入五千二百四十餘公噸，上海為二千六百二十餘公噸。按比例上言，上海同業所需之原料，佔為全國的百分之六十，換言之即上海與其他各埠同業所需原料之比，應為六對四。就上列數字視之，三十五年平均上海每月入口原料一千公噸左右，三十六年平均每月輸入反退為九百六十公噸左右。如依全國輸入量六成計算，亦不過一千九百公噸而已。至三十七年春季每月平均輸入，一般又見萎退。全國平均每月僅得一千七百四十餘公噸，而上海不過進口八百七十餘公噸而已。由此可以概見原料一問題對於橡膠工業復員過程中的限制，雖三十六年情況稍為不惡，似仍不足以應付實需。而今後來源，則當更見困難。是全業生產實力，或仍不免逐步降落也。

再關於本區橡膠業公會會員工廠分配原膠進口限額的比例，以第四季為例，可得詳情如次。至第五及第六兩季，大致將無重大變更。

上海第一區橡膠工廠分配生膠輸入限額比率表

——三十六年度第四季——

廠名	設備平面尺寸	進口限額(美金元)
大中華	四一、一五五	八四、一六五·七一
義生	八、一三六	一六、六三八·八六
永和	二、六五六	五、四三一·七六
民生	三、五五三	七、二六二·六一
實業	二、九三四	六、〇〇〇·〇〇
宏勤	七、七三六	一五、八二〇·八二
永勤	六、七二	一、三七四·三〇
申一	一、四〇〇	二、八六三·一三
正泰	二五、一八二	五一、四九九·四七
大孚	二、八二八	五、七八三·五二
世孚	六四〇	一、三二五·二二
利亞	一、三四四	二、七四八·六〇
環球	四二〇	八五八·九四
聯合	一、〇〇八	二、〇六一·四五

華豐	四、〇六〇	八、三〇三·〇七
永固	一、〇〇八	二、〇六一·四五
兄弟	一七六	三五九·九四
實生	九三六	一、九一四·二〇
雙龍	一、四二八	二、九二〇·三九
申禾	六、二八六	二、六〇一·三六
光華	一、二七二	六、三二三·四二
中南	三、〇九二	四、二三七·四三
益昌	二、〇七二	四、一二二·九〇
大成	二、〇一六	一、六九一·二九
電力	八二七	四六二·一九
勝利	二二六	一、六二七·八九
天華	七九六	三、〇三四·九一
勤工	一、四八四	一、六〇九·四九
麗華	七八七	二、七四·〇四
大業	一三四	四、一二二·九〇
明新	二、〇一六	一、〇三〇·七三
大新	五〇四	一、〇三〇·七三
大來	五〇四	一、〇三〇·七三
永達	八八	一七九·九七
中華	九二四	一、八八九·六六
建興	三四	六九·五三
華成	二二	四五·〇〇
五洲	五二二	一、〇六七·五四
元洲	一、三七九	二、八二〇·一八
大華	一、三六八	二、七九七·六八
中華	八〇四	一、六四四·二五
南洋	二、〇一六	四、一二二·九〇
大豐	六一六	一、二五九·七八
潤豐	二五八	五二七·六三
華成	一、〇〇八	二、〇六一·四五
企昌	一、二七八	二、六一三·六三
合眾	四七六	九七三·四六
新中國	五〇四	一、〇三〇·七三

上海紅星	三、四七二	七、四〇〇・五五
中國	二、六五六	五、四三一・七六
慶德	六四八	一、三二五・二二
新德	二七〇	五五二・一七
一德	一、七四二	三、五六二・五五
大興	一、六八〇	三、四三五・七五
永豐	三三六	六八七・一五
美豐	九〇五	一、八五〇・八一
振華	一、二四六	二、五四八・一八
大陸	三、三九九	六、九五二・二六
金剛	二、〇一六	四、一二二・九〇
大同	三、五四五	七、二四九・八五
正德	四二三	八六五・〇七
建業	三三六	六八七・一五
久康	三三六	六八七・一五
上海	一、二四六	二、五四八・一八
廣東	五六	一一四・五三
國泰	五八八	一、二〇二・五一
明新	二、〇一六	四、一二二・九〇
科學成記	一、三〇八	二、六七四・九八
金城	一三四	二七四・〇四
華孚	五八八	一、二〇二・五一
協利	二〇二	四一三・一一
星球	三四	六九・五三
中央	六〇	一二二・七一
萬國	一九八	四〇四・九三

上表所列進口限額，共為美金三四三、六一〇・〇〇元，即佔全季總限額（一、五〇〇、〇〇〇美元）百分之二二・九。而最多一廠配額亦僅

八萬四千一百餘美元，最少者不過六十九美元，其數額之微，自無待贅言。

關於橡膠業產品的銷路，大致反無嚴重問題。如逐月所產的各式膠鞋及長統膠靴約五百萬雙，全國軍隊所需即約半數，餘供應國內各地，頗受歡迎。如三角皮帶一項，於國內工業發展過程中，差能自給，並無多餘。再人力車胎、三輪車胎、及自由車胎的製造，亦可謂迎合時需，供應市場。僅汽車胎一項的產量，全年內尚不超出十萬套，本埠則大中華月產三千九百套，正泰九百套，合計全年可產五萬七千六百套，但全國同期內總需要，估計却達二十八萬套之多。因此供不應求，勢在必然。而依賴外貨輸入，亦不可免。茲據海關冊所載，將二年來各項橡膠製成品輸入量列之如左，以便對照：

我國輸入橡膠製品數量統計表

品名	單位	三十五年全年輸入量	三十六年全年輸入量	三十七年一月至三月輸入量
橡皮靴鞋	雙	一、九九七、八七七	二、四〇三、八七一	一〇二、五五二
製成橡皮平片	公担	二、八〇五	一、九〇九	六
汽車外胎	個	九六、六〇〇	二四六、九六八	一四、四二九
汽車內胎	個	六七、七六八	一一一、七九〇	一〇、四〇六
人力車外胎	個	四七六	四九一	—
人力車內胎	個	九八五	三六	—
腳踏車外胎	個	五五、六九一	七六、四九八	一、三七〇
腳踏車內胎	個	九三、一八九	八八、一九九	六、六〇八
未列各樣皮製品	公担	四、〇三三	二、九三五	二二三

至我國橡膠鞋的輸出，據海關統計，三十五年計二四、四四〇雙，三十六年僅一、八〇七雙，本年一月至三月，更減為五八雙。主要市場，當推香港、及印度兩地。

# 證券實務

## 經營證券之研究(上)

湯心儀

### 一 研究投資學之重要性

證券投資之學，在現代國家中，均深加注意，尤以美英等國，均利用證券交易所，一方使民間之餘資，得有歸宿場所，一方使工商之資金得有融通之機會，不特工商業之繁榮，有其莫大之貢獻，而個人之積蓄，亦因運用有方，而可獲得最優厚之利潤，是以在美英等國，對於投資之學，不徒大學商科，在所必讀，即一般民衆，亦時加研究，俾於投資時，風險少而利潤多，使所有資金，得以發揮最大之功效。

年來我國民衆，尤其以上海民衆爲然，對於證券投資，可謂甚形普遍。惟是一般民衆，類皆盲從，不知有所抉擇。試以上海證券市場言之，股王永紗，可稱爲最熱門股，大衆經營股票，幾均以之爲對象。永紗資本雄厚，信用卓著，吾無庸言，惟是大衆目標集中於是，則其漲風必將過速，投資是否上算，便成疑問。再試問大衆所以投資永紗之故，初非對於內容有何精確分析，或其產品有何特殊優點，或其管理方法，如何科學化，或其生產技術，如何精美化，祇爲大衆均喜投資永紗，故亦步入後塵，不特實質便利，且利益亦可豐厚而已。

不知此類措施，便不合投資原則，因目標一集中，易爲大戶操縱，一也；如我不問所以，見其上翔而驟進，荷其時大戶大量出籠，則我定被套牢，二也；即令再行上揚，我之所獲，決難如人之多，三也；時刻關心大戶行動，形神至感紛擾，四也；且一切由人主動，我最多祇可獲得餘餘，設或不倖，則損失獨多，五也。此皆吾人不自判斷與分析，而祇知盲目追隨之害，尤其近數月來，永紗漲風，不特不能鶴立雞羣，且因場外放空，而有漸不如人之感，經營者損失多而利益少，漲風猛晉之時有限，而徘徊下挫之時居多，此實絕好例證，凡屬投資者證券者，均應詳加考察，明瞭內

容，而後再行投資，絕不可以他人之意旨爲意旨，而盲目跟從，以自貽伊戚。

### 二 經營證券之原因

夫經營工商者，所以須研究投資之學，無非爲其證券上市後，如何可以獲得大衆之青睞，而爲投資之良好目標；其重點蓋在內部管理之科學化，與夫產品之經濟化，大量化，而爲大衆所歡迎，非在當前討論範圍之內。至於有志證券投資者，乃係以其所餘積蓄，出而投資於證券，俾能獲得最合理想之利潤。良以公教人員，薪水階級，以及一般自由職業者，公務雖形叢睦，月入輒感不足，其能幸有盈餘者，如長存銀行，則嫌利息之微薄；經營工商，則嫌志趣之未合；蓄藏手中，則懼通貨之膨脹；囤積商品，則感脫手之不易。惟有投資證券，不特有公開之市場，經營甚爲方便；而且有規定之價格，進出均可由心，股價上漲甚速，固可從中獲取差額以爲利潤；即股價甚爲穩定，亦可按期收取股金以爲利益，銀行存息，無其優厚，商品囤積，增其麻煩，祇消一紙股權在手，便等鄧通蜀山富饒，此投資證券之學，所以在美英等國，有後來居上之勢，而在我國，亦復邯鄲學步，方興未艾也。

次言投資與投機，是否有何區別。原來所謂投資 Investment 者，一方在獲取滿意之所得利率 *Yield*。一方在獲取合理之安全保障，而投機 *Speculation* 之目的，僅希望在市價上落時，可以從中獲利，而資金是否安全，僅視爲次要，故就性質言，投資與投機，原屬根本不同。再則投資家所企求者，爲長期資金之運用，質言之，即本身應先有餘資，而後可以投資；反之投機家僅逆測短期之利益，即本身毫無積蓄，亦不妨出之於貸借，此則就資金之運用言，兩者亦復判若鴻溝。惟是兩者之區別，初非如是

簡單。如購買公債，在美國視為絕對可靠之投資，而在我國則為風險絕鉅之投機；又如購買外股，未嘗不可視為安全投資，但在我國，外股不特未見上市，且其行市上落特鉅，經營轉手之間，多少總帶有投機性質。是投資與投機，已不易如涇渭之分明，何況在我國當前非常情勢下，通貨惡性膨脹，已為週知事實，經營證券，仍為保持幣值，初非若干所得利率，繁其心懷，則其在證券市場活動也，全以逆測股市上翔，而以獲取其上落之差額為首要，則其情勢顯然投機，然而不少人士，均以積蓄從事且又長期保存，則又類乎投資，而又帶有投機，兩者之區別，如是其難也。誠然在此特殊環境下，不可以常理推測，即在平時，投資與投機，亦僅五十百步，僅在使經營證券者，一切應以安全穩健為主，切勿冒大風險，反遭損失而已。祇以在吾國當前非常時期中，如購買物資，則因囤積而干禁令，存放銀行，雖絕對安全，而利息無多，祇有經營證券，為法令所許可，當局得以吸收游資，使一部作通貨回籠，而經營者不特本金安全，抑且利潤優厚，此我國今日，證券之經營，如火如荼，方興未艾，而研究投資學者，亦與日俱增也。

### 三 經營證券之手續

如何經營證券，為投資學之中心問題，而在討論之前，對於經營證券之手續，先應明瞭。茲分為三點，論列於後：

一、證券之買賣手續 目前在證券市場中，證券買賣，就其數量言，有兩種型式，一即整批交易 (round-lot or full lot)，一即零股交易，(odd-lot) 所謂整批交易，就紐約證券市場言，均以每次成交數量，為一百股或其倍數是。至在我國證券市場中，由於通貨膨脹，增資盛行，每次成交單位，亦日形增大，最近如永紗、新光、景福等股票以十萬、五十萬、一百萬股及其倍數為成交單位，美亞、信和等股票，以五萬股及其倍數為成交單位，少者如中國絲業，以五千股及其倍數為成交單位，最少者為永業地產，以一千股及其倍數為成交單位。至於零股交易，在我國證券市場中，亦復有之。所謂零股交易，即在買賣時，其成交數量，不及一成交單位者是。如吾人手中有「永紗」六萬股，或「新光」三萬股，便不符合成交單位之規定，祇可在證交規定之兼營零股交易之證券行號買賣，無論

買進或賣出，其價格均須較之牌價，有一掃差額，此則買賣證券者，不可不知也。

次為證券買賣之委託問題 任何顧客，欲買進或賣出任何股票時，其第一步手續為委託一家經紀人或其聯號代為交易，顧客之間，絕少直接交易。通常顧客委託經紀人代為交易時，應先填委託書一張，其要點如下：

①委託日期

②委託種類——買進或賣出

③交割方式——現貨或遞交

④股票名稱

⑤股票數量

⑥限價 (如不寫明限價，則為照市委託)

⑦委託期限

⑧接受委託之經紀人

⑨委託者之姓名

委託書分兩種，即買入證券委託書及賣出證券委託書，其使用方法，容後再行敘述。再則上述各項，尚有應加說明者：

(子)成交價格，可分為兩項如下：

①照市委託 (Market order)，如委託書上不標明價格者，即為照市委託，其意義即為顧客委託經紀人，按照市場上可能最佳之價格，買進或賣出。

②限價委託 (Limit order)，委託書上顧客標明一定價格者，即為限價委託。所謂限價委託，如係買進，則成交價格，不得高於限價價格；如係賣出，則成交價格，不得低於限價價格。如可能時，買進價格愈低，賣出價格愈高，當然更能博得顧客之歡心，而發展其業務。此外尚有所謂倒限價委託者，實即限價委託之變相，可以無須深論。

(丑)委託之有效時期，可分為四種：

①當日有效 (Day order)，某項委託如在當日交易時間終了之前，因行市與限價始終不能接近，以致無法執行委託者，一至當日交易時間終了，委託即自動失效，同時吾人應明瞭，即令委託為當日有效者，但在未成交前，顧客任何時間，均可撤銷其委託。同時一般



習慣，凡在委託書上未註明日數者，均為當日有效之委託。

①週內有效 (week limit order)，即在本週交易期內，均屬有效之委託。

②月內有效 (month limit order)，即在本月最後一日交易時間終了之前均屬有效。

③取消前有效 (G.T.C. 即 good till cancel order)，即在取消委託或另作委託之前均屬有效。

就我國證券市場之實際情形而言，委託之有效時間，以當日有效佔最大多數，其他三種，尙少應用。

(黃)交割方式 證券買賣成立後，繼之而來者，為在特定時間內，現金與證券，辦理兩清手續，證券由賣主移轉至買主手中，同時賣主獲得出售證券之現金，是即交割方式是已。美國證券市場之交割方式，計有下列四種：

①即日交割 (for cash)，即一經言明成交之後，當日付款交券，不得稽延。

②隔日交割 (regular way 又稱 S. D.)，是乃美國證券市場上，正常交割方式，在美國除公債在次日 (next full business day) 交割外，其他證券，均係隔日交割 (second full business day)，例如星期一成交之證券，可以在星期三交割，星期二成交者在星期四交割，餘類推。查在美國紐約華爾街之證券交易所，不特為全美證券中心，即世界各國，均與之發生交易關係（上海以前亦與之交易，近在停頓狀態中），各地委託紐約代為買進證券之貨款，以及為賣出之證券，均須距離若干時間，方能到達紐約，是以隔日交割方式，在時間上既較為充裕，在事實上亦有其需要，但在其他各國，則次日交割，較為普遍化。

③遞延交割 (delayed delivery 簡稱 D. D.)，即在言明成交以後，第七日方行交割，例如本星期四成交者，下星期五方係交割期，是乃便利投機者，有一星期之猶豫時間，足以賣空買空，循環套利。惟既係遞延交割，祇須付五成證金已足，與現貨交易之十足付清者不同，因之帳戶均須另行開列計算。各交易所遞延交割之證券種類，多有限制，如我國上海證券交易所，所有遞延交割，便祇限於永紗、信和、新光、景福、勤興、美亞、永公、華瓷等八種。

④訂期交割 (seller's option)，即在成交時，由雙方口頭約定日期，再行交割。例如美國紐約證券交易所規定美國公債可以由二日至六十日，某種特定證券，可以由三日至六十日，普通證券則由八日至六

十日，凡在上列規定期間的，賣方得自由定期交割，彈性極大。至在上海證券交易所市場中，僅有次日交割及遞延交割兩種方式，前者適用於一般證券，後者適用於特定證券，已見前述（但自四月五日起遞交已奉令停做）。

由是可知吾人如有何證券交易，應先確定證券之種類及股數，係買現進抑係賣出，然後填寫於委託單中，委託經紀人或其聯號代為交易，如係貨交易，則先向甲經紀人處購進，後向乙經紀人處售出，投資家可以絕對自由；如係遞延交割，則在甲經紀人處購進，必須仍在甲經紀人處售出，或到期時全部付現收貨，均無不可，但不能在乙經紀人處出售了結。所有證券交易，必須在一進一出之間，或一出二進之間，方能計算損益。茲更將某君在上海第二二〇號經紀人處經營現交遞交之方式，分別說明於後。

(甲)現交方式 假定余人和君於一月五日向上海證券交易所第二二〇號經紀人處購進現貨景福五十萬股，其手續第一步為填寫買入證券委託書（藍色），其格式如下：

代理買入證券委託書

浙江興業銀行 信託部服務部

委託人 貴行輸入下列證券並願遵守 貴行代理買賣章程一切在案 謹此聲明

證券名稱	股數或票面	限	價	期	限	附	註
景福	五十萬股	照	市	當日有效			

日期 三十七年一月五日

委託人簽章 余 和

電話 二三四五六

第二步為成交，上海證券市場通例，所有現交證券，如係買進者，應於翌日交割，上述余君於一月五日購進景福五十萬股，當時市價為每股八十一元，則於一月六日，應將股款付訖，此外并應另加佣金千分之三，至

於股票，通例須稍停二三日，方可取得（當時由經紀人出一臨時收據，隔日再往兌取，但熟練者，亦可商請經紀人代墊）。

據上海證券交易所第二二〇號經紀人（代表浙江興業銀行信託部）成交時所施用之單據（紅色）為一式三聯，第一為成交回單，第二為成交通知書，第三為收入傳票，所有單據內各欄，多數已由經紀人先行填就，但第一聯成交回單，委託人應當由余君簽字，交由經紀人收執；第二聯成交通知書，則由經紀人面交余君；第三聯則為收入傳票，備經紀行號內部登帳之用。茲將三種單據格式列後：

浙江興業銀行信託部服務股 第 號

上海證券交易所第二二〇號經紀人

戶名 余君 先生 寶號

成交日期 37年1月5日上午

現交日期 37年1月6日

委託買進下列證券

證券名稱	數量(千)	價格(角)	本 金(元)	佣金(元)	應收金額(元)
景 福	50萬	81-	40 500 000	121 500	\$40 621 500

有 錯 當 查

委託人 余 君 和

浙江興業銀行信託部服務股

上海證券交易所第二二〇號經紀人

上隴江西路興業大樓

第502及504室

電話：15666  
19161

成交通知書

委託人 余 君 寶號

委託買進下列證券  
成交日期 37年1月5日上午  
現交日期 37年1月6日

證券名稱	數量(千)	價格(角)	本 金(元)	佣金(元)	應收金額(元)
景 福	50萬	81-	40 500 000	121 500	\$40 621 500

有 錯 當 查

浙江興業銀行信託部服務股啓

雙方科目及號碼

浙江興業銀行信託部服務股

總字號 號  
字號 號

戶名 余君 先生

收入傳票

成交日期 37年1月5日上午  
現交日期 37年1月6日

證券名稱	數量(千)	價格(角)	本 金(元)	佣金(元)	應收金額(元)
景 福	50萬	81-	40 500 000	121 500	\$40 621 500

附件.....張

經手處理

出 在

單據具

吾人購進證券，目的當在看涨，庶可從中獲利。余君購進景福後，其心理亦復如是。余君之目光，頗為準確，自其購進之後，景福市價，果見上翔，至二月四日上午，景福每股，已上翔至九十一元四角，余君認為已達高限，而委託第二二〇號經紀人售出，五十萬股景福，共計得國幣四十五萬七千萬元，除去佣金千分之三，計十三萬七千一百元及交易稅萬分之五，計二萬二千八百五十元外，淨得國幣四十五萬五千四百九十九元正，除去購進時價款四千另六十二萬一千五百元外，淨賺四百九十一萬八千五百五十元，至其手續，亦復相同，第一步為委託售出，余君應先簽署賣出證券委託書（紅色），第二步為價格議妥後成交，第三步為翌日即二月五日余君攜證券赴經紀人處交割取款，所填成交單據，亦與前者相同，為一式三聯（黑色）。茲分別將格式列後，以供參考……

代理賣出證券委託書

浙江興業銀行信託部服務股台鑒

茲委託 貴行售出下列證券並願遵守 貴行代理買賣章程一切市執通例辦理：一

證券名稱	股數或票面	限 價	期 限	附 註
景 福	五十萬股	照 市	當日有效	

日期 三十七年二月四日

委託人 余 君 和  
委託人簽字.....  
電話 二三四五六  
通訊處.....

上海證券交易所第二二〇號經紀人

### 浙江興業銀行信託部服務股 第 號

成交回單

戶名 余君 先生 費號

委託賣出下列證券  
成交日期 37年2月4日上午  
現交日期 37年2月5日

證券名稱	數量(千)	價格(角)	本金(元)	佣金(元)	交易稅(元)	應收金額(元)
福	50萬	91.4	45700000	137100	22850	\$45540050

有錯當查

委託人..... 余君和

上海證券交易所第二二〇號經紀人

### 浙江興業銀行信託部服務股

成交通知書

上海江西路興業大樓  
第502及504室

電話：15666  
19161

委託人 余君 先生 費號

委託賣出下列證券  
成交日期 37年2月4日上午  
現交日期 37年2月5日

證券名稱	數量(千)	價格(角)	本金(元)	佣金(元)	交易稅(元)	應付金額(元)
福	50萬	91.4	45700000	137100	22850	\$45540050

有錯當查

浙江興業銀行信託部服務股啓

### 浙江興業銀行信託部服務股

付 出 傳 票

戶名 余君

借 應付款項

成交日期 37年2月4日上午  
現交日期 37年2月5日

證券名稱	數量(千)	價格(角)	本金(元)	佣金(元)	交易稅(元)	應付金額(元)
福	50萬	91.4	45700000	137100	22850	\$45540050

附 件.....張

經手經理

主任

部職員

(乙) 遞延交割 遞延交割現購停做，但在證券市場中，已為大眾所習知，其交易情況，仍有研究價值。按遞交之買賣情形，與現交並無多大不同，而其區別之點，在一則遞延交割，在一週內買進後必須賣出，或先賣出後亦須買進，不如現交後，證券行市即令下降，亦可藏券待時。二則遞延交割，在週四開始時，價格較現貨為高，而其拔開程度，則視市場利率以及人心向背而定（按照目前情形言，遞交利率，以一週計算大致合月息一角五分至二角五分不等），但至下週三，則其價格與現貨又復相等，亦即表示一週利息，分日攤派，至週末利率既無，兩種股價，自應相等。三則遞延交易，不特交割期間有一星期，而且成交後，祇須提供現金保證金，規定為五成，但各經紀人為招徠計，亦有減低至三成者，此外如將現品證券十足提供，亦無不可。茲再舉一先做空後補進之遞交實例於下：

假定余君於二月下旬，見股市上升已多，爰於二月廿六日，在上海證券交易所第二二〇號經紀人處拋出新光五十萬股，當時新光遞交價格為每股一百七十元，五十萬股共計八千五百萬元，此外佣金千分之三為二十五萬五千元，交易稅萬分之五，為四萬二千五百元，如吾人將現品證券提供，則至三月五日了結時，可收現鈔八千四百七十萬另二千五百元，如吾人並無證券，則可於二月二十七日，先付保證金五成，計四千二百五十萬元（相識者可付三成），一切手續，與現交大致相同，即第一步委託經紀人賣出，填具賣出證券委託書（格式與前相同）；第二步辦理成交手續，一式三聯（黑色），第一聯由委託人余君簽名，留存經紀人處存查，第二聯由經紀人加蓋圖戳，送交委託人參考，第三聯為付傳票，經紀人據以登記帳冊。其與現交不同之點，一為成交日期下一行，填明為遞交日期，而非現交日期，因遞交即令成交後，例在星期五交割，故所填遞交日期，均為星期五日。茲將成交單式樣列後：



上海證券交易所第二二〇號經紀人  
浙江興業銀行總行信託部服務股 第 號  
成交回單

戶名 余君 先生 賀號  
成交日期 37年3月1日上午  
委託買進下列證券 遞交日期 37年3月5日

證券名稱	數量(千)	價格(角)	本金(元)	佣金(元)	應付金額(元)
新 光	50萬	1500	75,000	000	75,225
新 光	50萬	1500	75,000	000	75,225

註 意：一、本通知書一切事項均依上海證券交易所規則及政府法令辦理。  
二、上列交易如委託人于特定期日不來通知委託人應即通知委託人如委託人未將通知書交還委託人得隨時將該項證券收回或由委託人立即補償。  
三、對上列交易如委託人得隨時將該項證券收回或由委託人立即補償。  
委託人 余君 賀號  
經紀人.....

上海證券交易所第二二〇號經紀人  
浙江興業銀行總行信託部服務股  
成交回單

戶名 余君 先生 賀號  
成交日期 37年3月1日上午  
委託買進下列證券 遞交日期 37年3月5日

證券名稱	數量(千)	價格(角)	本金(元)	佣金(元)	應收金額(元)
新 光	50萬	1500	75,000	000	75,225
新 光	50萬	1500	75,000	000	75,225

註 意：一、本通知書一切事項均依上海證券交易所規則及政府法令辦理。  
二、上列交易如委託人于特定期日不來通知委託人應即通知委託人如委託人未將通知書交還委託人得隨時將該項證券收回或由委託人立即補償。  
三、對上列交易如委託人得隨時將該項證券收回或由委託人立即補償。  
委託人 余君 賀號  
經紀人.....

浙江興業銀行總行信託部服務股  
收入傳票  
總字第 號  
字第 號

戶名 余君 先生

證券名稱	數量(千)	價格(角)	本金(元)	佣金(元)	應收金額(元)
新 光	50萬	1500	75,000	000	75,225
新 光	50萬	1500	75,000	000	75,225

註 意：一、本通知書一切事項均依上海證券交易所規則及政府法令辦理。  
二、上列交易如委託人于特定期日不來通知委託人應即通知委託人如委託人未將通知書交還委託人得隨時將該項證券收回或由委託人立即補償。  
三、對上列交易如委託人得隨時將該項證券收回或由委託人立即補償。  
委託人 余君 賀號  
經紀人.....

第三步為至三月五日，前往交割，實價為八千五百萬元，買價為七千五百萬元，可獲毛利一千萬元。除去賣出時之佣金、交易稅，兩共二十九萬七千五百元，及買進時之佣金二十二萬五千元外，計獲淨利九百四十七萬七千五百元，再加證金四千二百五十萬元，共應收回本利和五千一百九十七萬七千五百元正。祇將證金收據交出雙方核對無誤，即可將本利和如數收訖。而整個交易，便可告一段落。

一、所得稅與證券 此一問題，在我國尚未發生，但在美國，已起相當作用，即投資者在購買證券時，便須注意將來所得，是否須扣除所得稅是已。就通例言，公債所得，例不繳納所得稅，因之公債股息雖低，一則可以免繳所得稅，二則由政府為後台，公債之行銷，常能佔據優勢，即由是故。至於普通證券，無論利息所得，或利潤所得，均須按照所得稅條例，扣繳所得稅。質言之，亦即所得因繳稅而減少。故吾人在購買證券時，對於此一因素，不能不加注意。吾國目前對於此一問題，因尚未實行，但在一切步入常軌後，證券所得稅之徵收，勢在必行，吾人既欲在證券市場活動，對於此點，亦應加以注意。

三、證券套利 證券投資，目的固為利潤，但本金之安全，實為首重，因之一部份人士，利用遞延交割，從中套利。前已言明，每週遞延交割開券時（上海證券市場習慣，為星期四，下週星期五交割），遞交股價，

浙江興業銀行總行信託部服務股

類較現交股價為高，至下星期三上午，則現交股價，與遞交股價，又復相等，而週四兩者間之差額，即為一週之利息，吾人為買進現貨，賣出期貨，風險毫無，利息可以穩套，此即證券套利是已。茲更舉例說明於次：如三月五日永紗現貨開盤價為一、一六〇元，同時永紗遞交開盤價為一、二一〇元，相差五十元，約合利息一角八分許，即可供套利之用。如吾人資金充足，不妨單獨向證券行號，依照前例購進現貨，賣出遞交，至下週再行收回本利和即可。如吾人資金有限或者限於時間，不克躬自經營，則可委託證券行號代為套利。過去上海證券交易所各經紀人，經營套利，甚為普遍，一般人士以剩餘資金，委託經紀人代為套利者，大有人在，如浙江興業、新華、中國實業等銀行，每期代顧客套利，動輒以數百億計，不特投資者利息優厚，本金安全，而對於政府吸收游資，亦可謂盡其最大努力。茲更將第二二〇號經紀人代理集團證券套利格式，附錄於後，以供參考：

上海證券交易所第二二〇號經紀人

浙江興業銀行信託部服務股

代理集團證券套利委託書

第.....號

茲委託

貴行代理集團證券套利計.....單位國幣  
即有按照

經

貴行所訂代理集團證券套利辦法辦理為荷此致

上海證券交易所第二二〇號經紀人

浙江興業銀行信託部服務股

中華民國 年 月 日

委託人.....啓

姓名	電話	地址
通信處		
指定利潤	一、請收第 帳號 戶 取現款 三、代匯	
處理辦法	四、利潤第一單位者請繼續套利餘額按 五、	
附註		

上海證券交易所第二二〇號經紀人

浙江興業銀行信託部服務股

代理集團證券套利簡章

- (一) 本行代理集團證券套利係以各種證券購進現交售出遞交之差額除交易所規定之經紀人應收佣金及交易稅外全部為客戶利潤不另收手續費
- (二) 每一單位暫定國幣壹百萬元參加者得任意加入若干單位
- (三) 根據上海證券交易所公佈之遞交日期每期結算一次倘屆期不能交割本行不負責任
- (四) 參加者至遲應於套利開始前一日(例如星期四為套利日即每星期三)向本行填具委託書並繳納交割日期支票由本行出給代理集團證券套利憑單
- (五) 到期時參加者如須增減或提取本金至遲應於下期開始套利前一日(例如星期四為套利日即每星期三)通知並報明套利戶名及帳號否則即按原額代為續套其所得利潤根據委託人指定辦法辦理之
- (六) 參加各戶如係本行存戶每期所得利潤即逕收存款帳內非存戶憑套利憑單具領
- (七) 每期經交易所證明成交單及代理集團證券套利清單均在本行公佈之該項清單每月附由往來帳對數單彙寄存戶一次非存戶於每期領取利潤時分發
- (八) 留有印鑑者支取本金須簽蓋原存印鑑支取利潤祇憑套利憑單辦理未留印鑑者一律憑套利憑單辦理
- (九) 一切買賣收付交割手續及辦法均按上海證券交易所規則及政府法令辦理
- (十) 本行得隨時停止接受新參加者及不經委託人同意停止繼續代套
- (十一) 本簡章如有未盡事宜本行得隨時修訂之

# 外情介紹

## 歐洲各國的通貨膨脹與通貨穩定

錢 毅 生

### 一 「通貨膨脹」淺釋

關於「通貨膨脹」一詞，我們應該先加以詮釋。這一個名詞，現在使用得非常廣泛，有許多人把牠用來表示政府增發通貨及其引起物價上漲的全部歷程，有人乾脆把牠用作物價上漲的代替字。在今天的英國，國庫的收入超過支出，預算上面有龐大的盈餘，英蘭銀行報告上的紙幣發行額非但不增加，比前幾年還有減少，然而物價稍有上漲，財政部長以及全國人士都在叫制「通貨膨脹」。生產力龐大得驚人的美國，出超非常之大，亦在叫「通貨膨脹」。這樣的濫用名詞有使人無法辨別真假之虞。於是有人在「通貨膨脹」一詞上面加上許多形容詞，像上次戰後的德國和今天中國的通貨膨脹，叫做高度通貨膨脹 Hyper-inflation，真性通貨膨脹 True-inflation，或是 Open-inflation, Run-away inflation 等等。而把英國式的通貨膨脹，描寫為潛在的通貨膨脹 Suppressed-inflation，或受通貨膨脹的壓迫 Inflationary Pressure。其實，不管何種通貨膨脹，不管中央銀行是否增發鈔票，其造成「通貨膨脹」的基本原因還是一樣的。用凱恩斯的術語，當有效需求 Effective demand 膨脹超過了生產總供給時，通貨膨脹就發生了。且換言之，當全社會的總支出大於同期的貨物勞務的供給量時，物價趨於上升，所以有人不稱通貨膨脹，而叫需求膨脹。分析言之，構成全社會總支出的份子，可分下面幾部分。

- 一、人民的消費支出(C)投資支出(I)和投機(S)。
- 二、政府的支出分三部分，一為租稅收入(T)。二為公債收入(L)。
- 三為新發行鈔票用於彌補歲虧的(D)。

三、如把對外關係考慮在內，則國際收支順差(B)，出口大於進口，亦是對於本國貨品勞務的需求，如果是逆差，進口大於出口B就是負數。

因此， $(C + I + S) + (T + L + D) + B = MV$ 。這個數目如果大於同期貨品勞務的總供給，當然要以物價上漲的方式，使供需得以扯平，這就是「通貨膨脹」。在第一次戰後的德國，D是通貨膨脹的主因，第二次大戰時，德國及其佔領區發行大量的新鈔票，同時實行嚴格的物品配給制度，人民在戰時過很苦的日子，因此當時D雖然大增，但 $(C + I + S)$ 減少，因而總需求並不過度膨脹，物價沒有大漲。這些貨幣留在人民手中，沒有變為有效需求；戰後這些需求投向市場貨幣數量雖然不增加，然而由於需求超過同時期內的供給，物價開始上漲。英國也有類似的情形，英國現在沒有D，但 $T + L$ 相當大。政府支出很大，錢雖取自人民，而人民支出 $(C + I)$ 並未減少很多。要是沒有物品統制，需求膨脹當更要大。英國現在抵制「通貨膨脹」的辦法，就是把B變為負數，使進口大於出口，減少國內需求膨脹的壓力。當然外匯準備和黃金大量減低，要是沒有美國借款，問題更要嚴重。美國的問題則在於B太大，出超太多，對國內物資的需求過大，因此也在叫「通貨膨脹」了。

正確一些說，與其用通貨膨脹來描寫物價上漲的過程，不如用「需求膨脹」來得妥切。然而後者不够通俗，在貨幣社會內，需求膨脹的表面現象，表現為「更多的錢追逐少量的東西」More money chasing less goods，這些錢可能是銀行放款增加，可能是新鈔票的增發，也可能是人民手持現款的減少，所以通貨膨脹在一般人口中仍是習用無礙。

## 一一 戰後歐洲通貨膨脹的主要原因

第一次大戰後的歐洲，變得普遍的貧乏，然而經濟恢復和經濟建設的工作，却急不容緩。破壞急待修復，而許多國家還大規模的建設鐵道，特別是中歐與東歐的國家。我們考察一下牠們的赤字預算，大半與建築鐵道有關。在戰後瘡痍未復之際，要大量建設，是非常困難的。這祇有兩個辦法，一是自己節約消費增加生產，二是得到大量的外援。在前者，因為當時各國已臨「充分就業」，增加生產可能很少，惟一的辦法是嚴厲的減縮消費，也就是減少C。在後者則要大量的入超，來供應建設的需要，這需要大量的國外借款，或者是大量的減縮存款和外匯準備，也就是說使B變成很大的負數。

然而戰後幾年，外國援助的數量小得可憐，祇有自己想法，增加租稅或是靠人民增加儲蓄，而事實上建設費用龐大得驚人，決非人民增加儲蓄可以足夠的，更何況人民在戰後民窮財盡，無力儲蓄，亦不願儲蓄。假使政府增加租稅，當然可使人民相當減低其消費，然而也不能全部足夠。因此政府祇有求助於銀行，增加貨幣的數量。依前節的說法，政府的支出 $(T+L+R)$ 增加甚多，人民的支出 $(C+I)$ 無法減縮，而外援不多（B負數不大），因此，總支出大於同期的貨物勞務總供給，物價上漲自不免，這是戰後通貨膨脹的重要原因。

就戰後建設的目的而言，總生產量既不能因擴張貨幣支出而增加，當物價上漲超過人民貨幣所得時，人民的消費自然減少，這是一種強迫的節約。第二，通貨增加的結果，人民的所得增加，照常理而論，所得增加以後一定有一部分自動的儲蓄，然而當人民預期物價繼續上漲的心理狀況之下，則一定設法加速化費，減低其儲蓄率。在這種情形之下，如果建設投資依照原來計劃繼續進行，而人民非但不增加儲蓄反而提高消費，那麼其結果祇有加增通貨膨脹的速率，而經濟建設的目的，亦是達不到的。

因此，如何推進一國的生產力以消彌通貨膨脹的壓力，變成非常重要。一般而言，在充分就業點尚未到達以前，總支出的增加可以增加生產量，物價稍形上漲，對於貨品供給有高度的彈性。但在充分就業的水準到達以後，總支出的增加祇能刺激物價上升。在大戰後的幾年之中，生產因素的分配異乎尋常。遠在「充分就業」點到達以前，貨幣支付的增加已是，

能引起物價上升。在一九一九年和一九二〇年，許多工人失業，其原因是若干種必需的原料極度缺乏。在維也納聚集着許多閒散無事的管理人員，也是變成英雄無用武之地。在稀少的生產因素無法增加的情形之下，生產無法增加。

於是，在這種情形之下，物價作持續的上漲。如通貨膨脹繼續發展下去，到了一點，人民堅決的普遍的預期物價的繼續上漲，這就到了非常嚴重的地步，這就是一般人所謂貨幣流通速率增加。第一、人民將設法把手存的閒置現金數量減少到不可再少的數量；第二、使得收支時期儘量縮短，這樣又使得活動資金數量減少。通貨膨脹到了這個地步，以增加貨幣來從事建設的目的就無法做到。因為此時人民的收入堅持依照指數發給，在德國甚至依照預期的物價發給，而支出則又速於物價上漲率，因此政府無法從中討得實惠，從事建設。這是從溫和通貨膨脹的時期轉而為惡性通貨膨脹的分界點。在奧國和蘇聯，由第一期通貨膨脹轉為第二期相當早，匈牙利、波蘭、和德國則比較遲。其他許多國家，有的根本沒有進入第二期，有的亦沒有發展到嚴重的階段。一般而言，第一期的時期相當的長。這是由於一般人在事先沒有料到嚴重的發展，人民在以前沒有這種經驗，沒有及早防範。在第二次大戰後政府如果要增發紙幣的辦法從事建設，一下就可以進入第二期的通貨膨脹，使政府的計劃無從進行。

以上強調龐大的建設費用，是造成上次戰後歐洲各國通貨膨脹的主要原因，但當然還有許多其他原因，較重要的有下面二個。

第一、許多國家，在一九一八年後，軍事支出仍是非常龐大，戰事仍舊在進行中。例如波蘭與蘇俄，在一九二一年春，方締和約，希臘、土耳其在一九二二年前，一直在作戰。但是競爭真正停止以後，軍費還是無法減縮。在德國，賠款問題最受人注意，但所佔赤字預算的比例並不大。倒是法、比侵入魯耳區，「消極抵抗」Passive resistance的費用非常之大，這些都是促成通貨膨脹的因素。

第二、私人借款與私人投資支出，亦是重要原因之一。在戰後許多民間投資亟待恢復，但在通貨膨脹期內，主要的資金需要是由於預期物價繼續上漲的結果。這些資金又由發行紙幣的中央銀行供給，其結果等於民間的赤字預算。其對通貨膨脹的影響，與政府赤字預算相同的。在法國和捷克祇私人借款在通貨膨脹中頗佔重要地位。比國亦有類似情形，政府深信企



業借款無害的銀行學派理論，認為「這是應正當需要」。但一般說來，捷、法、比等國，通貨膨脹的程度並不嚴重。這種影響比較明顯。但在德國，則一直到一九二二年夏，中央銀行勿准商業票據的貼現放款。在一九二三年中央銀行私人借款的比例不過百分之三十二，其他全是政府的借款。

### 三 通貨膨脹中的財政問題

一九二〇年在比國召開的布魯斯金融會議，一致認為預算不平衡是通貨膨脹的原因。但在以後幾年，又有一種相反的論調，認為預算不能平衡是通貨膨脹的結果，而非原因。國聯在一九二二及一九二四年對奧國和匈牙利建設計劃中認為在物價繼續漲聲中，預算根本無法平衡。在德國，此種論調更盛。他們的論點有二：一、通貨膨脹使稅收的實值減低；二、支出隨物價上升而激增。其實，假使以實值計算，一九二一到一九二三年的德國稅收和支出都是激減的；事實上，在支出方面可分四類：

①外匯支出例如德國賠款。支出隨外匯跌值而增加。  
 ②若干支出，例如：政府購買物品投資支出之類，依批發物價上升而增加。  
 ③工資薪水支出，隨生活費指數上升而增加。  
 ④若干支出，例如：公債利息之類，依本國貨幣計算，數目是固定的，不受物價影響。

在這四者之中，因為工資薪水隨指數調整是很晚的事。三四兩項在政府預算中都是比較固定的；事實上，支出的實值是減少的，主要困難還是收入太不足。在德國，富有階級一再在國會中阻撓有效的加稅。再則，租稅收入以本國貨幣計算，在徵收與繳稅的時期中，貶值甚多。德國政府對稽延繳稅處以重罰，但仍無效。

在奧國與匈牙利，加稅沒有多大功效，又不能像其他國家一樣，採取黃金計稅的辦法，因此預算無法平衡，結果運用外援先使通貨穩定，然後預算頃刻即平。

在其他國家如德國，則證明預算不一定要在通貨穩定後方能平穩。一九二三年馬克穩定的主要條件，是以黃金計稅和停止「消極抵抗」的費用，使收支平衡，馬克的穩定亦告成功。拉脫維亞則改用金法郎徵稅（不過

是一個計算單位，並無這種通貨流通），即使預算平衡。通貨穩定，確定一種避免受物價影響的徵稅制度是平衡預算的重要手段。因為政府支出在惡性通貨膨脹中，既然是依照物價指數的，則收入亦應依照一種指數，不論是黃金，外幣或物價作為計稅標準，都很有效。財政問題是解決通貨膨脹問題的樞紐，而財政改革須有很大的決心。

### 四 通貨穩定的方法

上次戰後歐洲各國的惡性通貨膨脹，經過各種不同的努力，結果都趨於穩定。這些方法，不外乎下列幾種：

(一)平衡預算——平衡預算被認為穩定通貨的不二法門。所謂平衡預算，即使政府支出中的D變為零。而使T與L增加。在理論上 $(T+L+D)$ 既然沒有大量減少，則通貨膨脹的壓力，仍然存在。但事實上，在此時增加租稅，人民的消費與投資的支出必然減少，因為此時人民無法以手存現金繳稅，人民手中的現金已極小。同時在D變為零之後，人民的心裡必然改善，投機支出必大減。換言之， $(T+L+D)$ 雖然數量未變，而D變為零。其結果使 $(C+T+S)$ 數量大減，自然有遏止通貨膨脹的功效。而在德國，由於「消極抵抗」的費用減去，以及賠款方法的改善，政府總支出數量亦是減少的。

平衡預算的重要項目之一為減縮政府支出，但往往不易奏功，最主要的還是如何增加收入。在各國經驗之中，祇有兩個方法：一是先用其他方法使通貨趨於穩定，租稅收入自然可以增加而使預算平衡；二是停止用日在貶值中的本國通貨作為計稅的單位，而採用黃金或外幣作為計稅標準。奧國與匈牙利利用的是第一種方法，由於國際金融復興計劃的推行，人民對通貨信心增加，通貨趨於穩定，租稅收入大見改善。德國和波蘭是採取第二種方法的，即以黃金計稅，納稅人以當日黃金市價以本國通貨繳稅款，除此而外，並無其他方法，值得我們注意。

(二)減少人民支出——我們知道在惡性通貨膨脹之下，人民的支出包括消費投資和投機，非常可觀。人民力求手存現金之減至最少，使收支的日期趨於附合，而不要有時間差異。人民且有負儲蓄的行爲，使現行支出大於其現行收入。而國家銀行的生產貸款，工業貸款亦助長此種趨勢。因此如何減少人民支出，如何使人民增加手存現金，或如何減低流動速度

，使(C+I+S)趨於減低，為穩定通貨的一大問題。然而這方面的努力，很難收效。人民對通貨的信心極為敏感，政府的更迭，國外貸款及穩定通貨計劃的宣佈，政局的澄清，預算的改革都可改善人民對物價的預期，但並無根本的效果。於是各國政府採取不少手段，使「游資」減少活動，例如：銀行存款超過某一數目予以封存，強迫人民以餘資購買政府公債，以及資本捐的推行等等。封存游資是暫時性的措施，資本捐方是永久性的消滅「游資」。但是這些措施，在第一次大戰後的歐洲，並非根本的方策，因為人民增加貨幣流動速率，是物價上漲的結果，主要的原因還是政府的通貨膨脹。

第二次大戰中，情形就不同。許多國家以增發通貨作為戰費，而嚴格的限制人民消費，實行配給制度，人民的貨幣收入大部封凍，戰後解凍起來，為通貨膨脹的一大原由。因此封凍游資，或消滅游資，為此大戰後反通貨膨脹的重要手段。比利時在一九四四年，荷蘭、丹麥、挪威、和捷克在一九四五年，甚至蘇聯在一九四七年推行的反通貨膨脹的方策，都以推行封凍或消滅游資為目標。在第一次大戰後的歐洲各國，則消滅游資僅為輔助的方法。不過，有一點值得我們注意的，是德國在一九二三年沙赫德博士的信用緊縮政策，厲行嚴格的信用配給制度，一反以生產貸款擴展生產的錯誤政策，因而使人民投資與投機減少，保證了穩定馬克的成功，雖則面對多數人的反對，而沙氏的決心與魄力，終於獲得成功。

(三)打破阻遏生產的束縛——穩定通貨的主要方策，在貨幣方面，為減少政府和人民的支出，使(C+I+S)+(T+L+D)減少，使與生產力相附合。另一方面增加生產力的努力，當然也是反通貨膨脹的手段，不過在惡性通貨膨脹之中，生產與就業日趨減少，無法使之改善。第一次大戰後的歐洲，煤和原料的缺乏是限制生產增加的「瓶頸」。其次是各國貿易的限制，整個歐洲不能互通有無，使本來可以增加的生產量，無法擴展，而在囤積中的原料與成品，亦是阻遏生產的重大原因。各國當時對於這一方面的努力，沒有多大的成功。

(四)外國的援助——有許多國家，並有能完全自力來穩定通貨，堅強能幹而有效率率的政府，勿可以靠國內的力量來改革幣制。外國的援助，不論是贈送或貸款，都是反通貨膨脹的有效辦法。許多人以國際收支平衡為穩定通貨的要條(即使B變為零)，事實上，在穩定通貨之際，國際收支逆差(即使B變為負數)，方是有效。但必須有平衡項目，這就是外國貸款。國聯對奧國的協助，始於一九二二年夏，一九二三年夏另有長期貸款。以後德國、匈牙利於一九二四年，波蘭於一九二七年以及其他許多國家，都有這些國際援助。為了篇幅關係，我們不能詳細討論，無疑的，在此次大戰以後，這一方面的努力，比上次大戰後更為積極的。

# 資 本 市 場

## 第 一 卷 第 七 期

△預告出版▽

三十七年上期經濟概況專號

三十七年上期物價

劉光第

三十七年上期財政

宋同福

三十七年上期金融

勇龍桂

三十七年上期產業概況

朱鶴齡

三十七年上期國際貿易

壽進文

三十七年上期證券市場

吳羣敢

# 時論彙輯

## 短期國庫券發行前後

### 一 發行前專家的意見

政府為吸收游資，穩定物價起見，決定發行三十七年短期國庫券。按短期庫券之發行，早於兩三年前學者專家所一致提倡，去年三四月間政府亦曾有發行之議，終以種種顧慮，未克實現。本年三月底全國經濟委員會始建議發行短期國庫券，一時輿論界贊成反對者均有，多數在原則上均表贊同，惟對發行方式，及利率高低，以及其他不影響之預防，多所討論。金融日報為集思廣益起見，於本年四月十三日曾舉行座談會一次，對發行國庫券之技術問題，建樹頗多，茲錄各專家具見如次，以供參考。（見金融日報三十七年四月十九日座談會紀錄）

（一）楊蔭溥（主席）：今天請各位專家想請教政府即將發行的短期國庫券問題，先就政府已發表的國庫券發行條例要點以及輿論上贊成與反對的意見理由和建議事項摘要報告：

#### （甲）條例摘要：

- ① 庫券面值分一千萬、五千萬、一億、五億和十億等元五種。
- ② 期限分一個月、二個月、三個月等三種。
- ③ 利息為月息五分，并得視市場黃金供求情形，升值或折扣發行。

④ 還本付息基金就國稅收入項下撥充。

（乙）贊成者之意見：

① 短期庫券有穩定物價之作用，故反對者所持刺激暗息及加重國庫負擔，實不足為慮。

——四月二日「金融日報」——

② 今日吸收游資，抽緊銀根，已無其他切實對策，短期庫券則可能收穫預期效果。

——四月二日「申報」——

③ 可以吸收通貨。

④ 可以減少金融業之投機活動，並收調劑金融之效。

——四月三日「中華時報」——

（丙）反對者的理由：

① 吸收游資，僅為治標辦法，不能根本解決問題。

② 國庫券所能吸收的游資，亦屬有限。

③ 庫券發行後，勢必引起市場利率之上騰，而加重商品之產銷成本。

——四月四日「商報」——

④ 一面以庫券吸收通貨，同時則又放出同等數量或數量更大的籌碼，這種籌碼對市場所能發生的影響，不下於通貨。

⑤ 為求庫券行銷順利，必須以高利為誘餌，結果必然加速通貨膨脹的惡化。

⑥ 發行庫券將使信用大為膨脹。

——三月廿九日「正言報」——

⑦ 發行庫券，不能濟政府之急，而對人民，尤不合公平負擔之原則。

——四月二日「東南日報」——

（丁）建議：

① 收回先發庫券時，不可完全仰給新庫券之換錢。

② 發行數額不宜過大。

③ 發行時不可攤派，也不應搭配配發。

——四月二日「申報」——

④ 應避免造成庫券膨脹。

⑤ 庫券可供通貨多寡的調節器，不能僅作為不斷吸收法幣回籠的手段，吸收法幣應另有其基本手段，二者不可偏廢。

⑥ 我國情形與美國不同，應注意其間的區別。

——四月五日「金融日報」——

⑦ 庫券所吸收回籠的法幣，應善解利用，不是專用於彌補赤字。

⑧ 發行庫券後，可能使銀根抽緊，央行應予顧及。

⑨ 發行的折扣及出入的時機，需要高妙的技術及操守。

——四月六日「商報」——

⑩ 如果可能，應使庫券在大都市同時流通。

⑪ 最低面額一千萬元似屬過高，應予降低。

——三月卅一日「新聞報」——

讀過以後，我們試歸納出幾個今天要討論的主要問題，(1)國庫券的利率問題。(2)是否引起信用膨脹問題。(3)主要目的在吸收游資抑調節銀根。(4)發行的技術和國庫券的運用問題，現在請各位發抒意見。

(2)李榮廷：國庫券的利率問題確應重視的，照條例上說：月息五分，發行另視市場利息予以升值或折扣，實際上國庫券如果利率較一般為低，則發行必很困難，如果較一般為高，則有利激市場利率的增高，因國家公債信用基礎尚未確立，如想用低利來發行國庫券，事實上又辦不到，並且將來吸收游資的數量有多少，吸收的恐怕代表不了游資。

(3)盛慕傑：國庫券的利率不須要與市場利率競爭，換句話不必超過市場利率，祇要參酌市場利率，看市場銀根的情形，決定適當的數字。不妨把十六年庫券的辦法供作此次發行的參考，但是發行技術是一個問題，辦理人的操守也是一個問題，再論國庫券發行與膨脹信用，按條例要點上說有預期待收入田稅款償付本息，目的雖然在減少發行通貨，不過在國庫收入照目前的情形，不如出售國營事業資產。

(4)祝百英：短期庫券大致就將發行，作為吸收通貨，以供財政支出的一種手段。詳細辦法現在還不知道，但是不論如何，以其能吸收若干通貨，是值得提倡的。短期庫券在外國也有的，美國尤其有短期庫券的運用，是國庫向市場作短期借進的一種手段。我國的短期庫券，名雖相同，倒不一定完全做美國原樣施行，而且或亦不致依樣做行。

按情度理，將發行的短期庫券，可有三種運用方式。

第一種是充作單純的吸收通貨的手段，運用着短期庫券之折扣發行，即等於高利的條件，以吸收資金。已經施行的同業定期存款，曾經吸收了不少資金，可是因為為期過短，而又限於銀行同業，所以範圍既不够廣，效力亦頗短促。短期庫券，最短為期一月，而且他業亦可購買，情形自然不同。這一點意義上是不錯的。不過短期庫券總有到期之時。像同業定期存款一樣，國家銀行成爲一手低利放出資金，另一手以高利收入資金，中間賠累了一層高利，以獲致收回若干通貨之效。單爲吸收通貨，短期庫券固然可用，而更可用的又有出售其他有價東西，如國營事業股票，政府物資等。這亦可按月逐筆出售，依照欲圖吸收的頭寸的數量，出售這一數量的股票和物資即可。出售股票和物資是毋須於收回通貨後再行放出的。短期庫券於到期後，是需放出多於原來收回的通貨。

第二種是充作短期公債般運用之，一如美金公債，尤其是像美金庫券那樣。這也是爲了吸收通貨而施，短期庫券之有二個月以至三個月之期限，頗帶有美金短期庫券的意義。這種的發行，在技術上或者可有遲疑之處，因爲高利和折扣發行，是否對其他公債的還本付息，特別是戰前公債的還本付息，發生糾紛。現在這類公債的兌現問題始終沒有解決。新庫券是否會引起這種援例的糾紛。但是這一點比較容易打破，可以暫且不顧。問題是如果當作短期公債那樣運用，其結果將如何？這有美金庫券先例可鑒。美金庫券的利盆並不小，而購買者並不十分踴躍。原因是兩方

面的。第一是時期問題：長期不如短期。美金庫券的期限，人們還嫌過長，不如定存之短。所以短期庫券如果發行，則一個月份的尙有可爲，二個月三個月期的，將少有人過問。可是因爲就可能趨勢言，通貨大致尙須繼續膨脹，則短期庫券於到期收回以後，必須繼續發行，或者預定平均每月發行若干，定期發行一次。如其如此，則祇有在跟着通貨膨脹的信用膨脹形式下，才能成功。同是滾雪球的形狀。

第三種是兼有調節市場資金的作用。如果要達到這一目的，則短期庫券必須能在市面流通，不能使其成爲被封鎖被凍結的票據。倘若短期庫券不准作抵押品或担保品，或無法買賣，則這仍是屬於上述的第二種方式。要能調節資金，必須短期庫券能夠有多種用途。准許短期庫券作爲一種活動的信用工具，是辦法之一。這樣，短期庫券購買者，不至於必須呆等至到期，才能取現，可以隨時有活動餘地。這使短期庫券容易推銷，亦容易收回，很可以收調劑市面頭寸之效。准許短期庫券公開買賣，是辦法之二。這可以將短期庫券向市面拋出，譬如向證券市場出售，任令其在市場上買賣。在需要吸收通貨之時，向市場拋出一定量的庫券。這可以定期爲之，如每於月初或月中，正是銀根較鬆之時爲之。然後任其在市場上買賣。倘若市上感覺銀根過緊之時，則隨時可以收回短期庫券。如此有發有收，不直接表現信用膨脹的形式，於必要時它是收縮了通貨，於可能時它是放出了通貨。雖然在通貨繼續膨脹之下，這種庫券的發行難免逐漸增大，但其作用終久不祇是片面的。銀根是需抽亦需放的。與其今天忽然停止貸款，到期貸款祇收不轉，明天又開

放貸款，一如開放水閘，巨流奔騰，則不如隨時收收放放，較少刺激市場。

現在需要吸收通貨，亦需要調節市面資金，或者可以說更需要調節通貨。所以能如第三種方式運用，其效力可以更大。

總之，短期庫券的目的，祇能是為一時的收回若干通貨，很難可能作為財政挹注的基本手段，因之，效力如何，全在乎運用之道如何而定的。

(5) 華文煜：國庫券發行須要在公開市場，如果仿照世界各國公開市場發行的辦法中央銀行才能控制市場金融，調節金融取得主動的地位。

(6) 吳承明：如果在公開市場發行，折扣多少中央銀行能否控制是一個問題，也許中央銀行要規定一個折扣的限制。美國的短期國庫券每週一由聯邦準備銀行規定折扣，由各銀行承購，這種國庫券的發行，是中央銀行以預期的收入，在市場作借貸性的調節，現在我國政府將發行的短期國庫券，如果希望承購者是一般銀行，那末無異中央銀行已辦的同業定期存款。

國庫券到期日期愈近，當然折扣愈小，不過將來是否每日發一個月期的國庫券呢？抑是一個月發行一次？現在尚未清楚，在運用技術上這也是一個問題。

(7) 魏友素：國庫券的上市發行的確是很值得注意，在幣值未臻穩定的今日，購買國庫券非但要計算利息的高低，重要計算幣值低落的數字，將來中央銀行是否能在調節市場吸收游資要賣出的時候能多賣出，要收進的時候多多收進，並且賣出時折扣愈大買者愈少，收進時折扣愈小，賣者愈少。

(8) 宋同福：主張國庫券應該一種期限——一個月——在發行與運用上都易辦到，並且可以發行以後開始上市，不必在公開市場發行，購買國庫券的對象如果是銀行則票面一千萬、五千萬元、一億、五億十億無所謂，如果是一般民衆那末應該把票面減低，或者以一百萬、五百萬等為單位。

(9) 朱斯煌：外國短期庫券的發行，都是為財政目的，並非為調節金融的主要工具。我國情形不同，若藉此而為收縮通貨調節銀根的手段，亦未始不可。惟對於此項庫券的發行，似有下列數點，應加注意：

① 國庫券如望其有效發行，最好再加五百萬元的票面一種，又期限似以一個月者較為適當，長於一個月者亦難推銷。

② 國庫券必須有公開市場，自由買賣，政府可便於發出或收回，持券人亦可多有週轉的餘地。

③ 國庫券假如發行有效，銀行的頭寸當然要緊些。因為一部份存戶暫未運用的游資，本來暫時保留在銀行的，現在或許會流到庫券裏去，這是銀行所當預防，也是中央銀行所當顧及的。

④ 因此要重複提到公開市場買賣的需要，如果市面銀根過緊時，中央銀行不妨買回庫券，此時市場的利息必高，庫券的市價必降，中央銀行買回，適得其時。其最重要的作用，在放出頭寸平定銀根。如銀根過鬆，則予售出。同時中央銀行的重貼現政策，必須求其真正的實現，以協助行莊的週轉。

⑤ 將來定折扣的大小，並決定買進賣出的時期，秉政者必須大公無私，操守廉潔，慎重將

事。

⑥ 有人願慮發行時折扣發行，償還時連本帶息，數額自較發行為鉅。如是每期累積，政府收少付多，恐反造成通貨信用的膨脹，此點確值得注意。但如果政府能將發券所收回的通貨用之於生產之途，則一面生產增加，不致受還本付息時的膨脹影響。所以政府所收游資，千萬不可移作彌補財政赤字及其他不生產之用。

⑦ 政府如用此而調節金融，應首先把定信用政策的方針。採過去的寬時寬死人，緊時緊煞人，矯枉過正，因噎廢食的政策，應予避免。必先抱定安定的信用政策，而後可盡公開市場的運用。

(10) 鄭宗伊：(一) 原則上本人是贊成這個辦法的。因為這次的庫券，按照條例，有幾特點，頗能迎合投資人的需要，第一是期限短(最短的一個月)，第二是利率可與當時當地銀錢存放款日拆相當(採折扣發行)第三是投資人對於投資收益可以預計，這三個特點，都是當前吸收游資必須具備的條件，過去歷次公債庫券的推銷成績不佳，也就是因為缺乏這三個條件，自然政府的債信也有重大關係。我們雖然不能預期新庫券發行以後，購者如何踴躍，但比過去的公債庫券政策，對於吸收游資的力量，可說是改進得多了。

⑧ 財政危機到今天這個地步，自非任何一種片面的辦法所能全盤解救。發行短期庫券，祇不過是許多手段中的一種，並非是萬應靈丹。如果以「不能根本解決問題」作理由來反對，未免評價太苛或過存奢望了。事實上當局用意，也不會作如是想。用增稅的方法去彌補赤字，自然是

最上策，不得已而求其次，也該運用一些公債政策。萬不得已而走上紙幣政策這條路，也得要想些辦法使膨脹了的通貨回籠一部份，祇要公債的推銷有些效果，總比無辦法無政策純靠發行鈔票為高明。

⑩所可顧慮的是短期庫券發行的後果，可能引起三種膨脹：一是信用膨脹，二是庫券膨脹，三是赤字膨脹，這三種惡果都有可能，可是紙幣膨脹的惡果更厲害。兩者相權取其輕，新庫券可能成為調節市場通貨的一種武器，可能減緩短期物價的劇烈波動，可能獲得暫時的穩定，這都是比無辦法高明的地方。不過話又說回來，假使庫券仍可向中央銀行抵押的話，那就不如不發的為妙。這就是說：①庫券絕對不准向中央銀行抵押。②庫券到期本息的支付，不能完全靠發新庫券。③彌補赤字的各種正當途徑，仍應努力不懈。庫券祇能作一個過渡手段，造成一個好轉的環境，使彌補赤字的各項政策較易推行。

(11)壽進文：短期國庫券條例已於十五日經立法院通過，發行祇是時間遲早的問題了。

究竟發行國庫券的目的，是財政性的呢？還是金融性的呢？據條例所載，說是為了「調節金融，吸收游資」，即由中央銀行看市場資金供求的情形，以庫券的買賣和所定折扣的高低，來機動的放鬆或抽緊市場的銀根，使游資不致泛濫流竄。但，如經常有一部份游資為國庫券所吸住，政府得以減少一部份新通貨的發行，就這一意義而論，又不能說是絲毫不帶財政性了。

今後問題在於國庫券所能吸住的市場游資數量有多大，以及是否能有效地張弛市場的銀根。關於第一個問題，個人認為國庫券的實際利

率如不較市面一般利率過低，則能吸住一部份游資自不成問題，觀於過去各行莊及證券字號所舉辦的五十萬一萬元的集團套利，其業務頗為發達即可知。但也不能期望數量過大，因為黑市利率之高於國庫券實際利率，以及商品金融市場的投機性利潤之有時也超過甚多，可以推測游資的大部份仍不能為國庫券所吸引。

至於第二個問題，在市場銀根鬆濫之時，此時市面一般利率也必低，中央銀行再以低於此市面利率的利率來吸收游資，尤其在物價漲風乍起之時，頗難使大量游資來歸，換言之，也就不足以阻遏物價漲風。反之，在市場銀根緊迫之時，此時市面利率必高，央行如於此時購入庫券而放出頭寸，則銀根固可轉鬆，但物價漲風持續的時期將因之延長，而況央行以低價出售庫券而以高價購回，豈非反助長了通貨膨脹？今日市場問題千頭萬緒，而國庫券的成敗，即主要繫於公開市場政策的運用，在目前這確實不是一件易事。

(12)楊桂和：關於短期庫券，已經立法院通過發行，我們就客觀的立場觀察，認為有其可取之處。因為這究竟不失為正當財政手段。如果運用良好，當可收相當效果。

不過，我們覺得政府不能存太高的期望。換言之，即不能依靠庫券來達成彌補財政或是穩定金融的大目標。何以故呢？要在當前情況下達成這兩種目的，總是要付出相當代價的，並不是可以輕易取得的。請言代價：

- ①必需折扣打的很大，有損法幣本身信用。
- ②必需形成一種買賣市場，有造成另一種投機市場之嫌。
- ③有助長黑市利息之可能，增加生產成本。

④有窒息工商業之可能。

所以如果希望太高，必要與市場爭資金。如大局不改善，則此種辦法，無異滾雪球，越滾越大，將來如何收拾，也成問題。因此，我們以為中央銀行在辦理之時，極應注意市場頭寸之豐瘠，利率之變動，而對於折扣尤當小心從事，務使在不提高市息的大原則下，吸收若干游資。

(13)楊蔭溥(結論)：

①辦法可否試行 大部份的意見，似乎承認，雖則發行短期庫券，並不是一個治本辦法，可以用來解決整個問題；但是在調節金融控制資金方面，至少是一個可能暫時應用的手段。在現在經濟環境下，既一時無全盤統籌辦法，發行短期庫券，至少可視為值得採行的治標辦法之一。

②運用應採何種方式 大家認為倘偏於財政意義，照過去辦法發行，收效恐不會甚大。(1)單單高利，尚不足以吸引散戶資金。過去美金庫券，利益不為不高，終不易普及，因無法流通的關係。(2)隨時規定折扣，讓人民自動認購，政府終未能把握住主動，不能發生積極控制作用。所以大部主張運用應偏重於調節意義。應當在證券市場公開交易。政府視市場情形，隨時可以將折扣提高，亦隨時可以將折扣減低；隨時可以賣出，亦隨時可以買回。造成一個極靈活的資金集散市場。使已買庫券者，隨時可以脫手；願購庫券者，隨時可買進。(1)於優利之外，加以流通方便，始能吸收市面散戶的資金。(2)收放之權，操諸央行，控制主動，始能操之自我。民國十六七年間發行庫券辦法，似可作參考。

③是否會引起信用膨脹 發行既不為財政目的，央行時發時收，祇視作一個可能吸住一部份游

資的工具，祇視作一個可能放出或收縮資金的途徑，自然不致造成信用膨脹。倘發行爲財政目的則愈滾愈大，後果即不易推想。

⑧是否會提高市場利率 市場利率，完全看當時頭寸緊鬆而定，且折扣高低，央行取得主動，頭寸緊鬆，央行亦加控制，似不至片面的提高市場利率。

⑨發行成本是否過高 倘以財政爲目的，始有成本可言。倘以調節爲目的，則價高可以發出，價低可以購入。如運用得宜，成本似可不至如表面之高。

⑩辦法實行時成敗之焦點 辦法成功與否，全視運用是否靈活，是否適宜。故(1)主持者必須絕對大公無私，絕對操守不苟。(2)政府對主持者應加絕對信任及支持，使能自由發揮其意志。否則畏首畏尾，非特主持者將勞而無功，即辦法於調節金融上可能發生作用，亦將大打折扣。

### 一、發行條例公布後各方的反應

三十七年短期國庫券發行條例，於四月二十日由國府明令公布後，各方反應尙佳。茲試將中央銀行經濟研究處處長冀朝鼎氏(該行發言人)於同月二十二日對記者談話，經濟專家鄧華民及朱鶴齡之談話及專論，以及金融日報社評等，摘述如次，以供參考。

(1)冀朝鼎：由短期庫券之發行，使本人憶起遠在前年本處即主張停止低利政策，運用高利吸收游資，去年三四月間財政部暨本行當局，原有發行短期庫券之議，卒因顧慮各方未能充分

了解其好處，致未實行，經一年餘輿論之倡導，社會人士之廣泛研討，以及時勢之推移，舉國上下，已充分認識低利政策之非，於是舊議重提，卒獲通過，此實殊堪慶幸者，惟尙有若干人士對於短期庫券之發行，不無疑問，謹爲分別解釋如下：

#### 甲、吸收游資

短期庫券，原則上以迎頭痛擊囤積者，吾人皆知，囤積者，希望漲價，但須負擔利息，囤積時間愈長，利息負擔愈重，故若物價上漲比率趕不上利率及囤積費用，則囤積者即屬無利可圖，處在驚風駭浪之時，實無法禁止產生囤積之心理因素，惟有設法加重囤積者之成本負擔，轉移游資之趨向，俾囤積者無法猖獗，則囤積之風自可平息。

#### 乙、平抑利率

發行短期庫券，與高利貸不同，鄉村中普通存在之高利貸，乃係乘人之危，強取極高利息之貨款，其利率且以實物計算，短期庫券則係按以貨幣計算之市場利率推銷，而此項利率在物價繼續看漲時期，又必然繼續上升，決非低利政策所能壓低，利率上升，既由於物價之看漲，則倘若投機囤積之風稍殺，未始不可使利率回降或上升較慢，故短期庫券之發行，就某一意義言，尙有平抑利率之效，況市場之游資雖多，大都進出投機者之門，政府縱不吸收，亦不見能達一般工商業之手，謂政府有意與商業爭取資金，誠屬似是而非之論。

#### 丙、銀錢業存款

短期庫券發行後，不致影響銀錢業之存款，今日銀錢業之存款，幾全爲活存，活存之來

源，乃存款人爲便利支付或等待機會而有隨時提取可能之頭寸，不以賺取利息爲目的，自無儲蓄之意義，故此等存款，央行不致因短期庫券之發行，而提出他方面平常有儲蓄能力及意向者，因無適當存放途徑，每以之購買物品存儲，今爲之開闢一儲蓄門徑，則數額鉅者固可逕購庫券，數額小者，亦可寄存銀行，是無異增加銀行之存款，至於庫券發行後，銀行資金多一運用途徑，此爲一般所公認，無庸多贅。

#### 丁、短期庫券不致貨幣化

短期庫券不致貨幣化，物價繼續上漲時期，難免有人以實物代替法幣爲給付，然一物之具有貨幣性與否，全視此物之一般授受性如何，庫券之利率，僅有五分，故發行時，必須折扣，某甲以折扣取得庫券，究以何值轉給某乙，必其值等於面額加五分利息，始能稱爲庫券已成貨幣，今發行價格既低於票面，則某乙持法幣與政府換取庫券，實較接受某甲之庫券爲有利，換言之，即一百另五元法幣之值，較之一百另五元庫券爲高，人人自然不願捨法幣，而取庫券，倘政府以八折發行，某甲亦願以九折作價讓與某乙，然政府發行之折扣，并不固定，即庫券之市價，亦隨高低，故除非某乙以此後市價定在九折以上，否則必不願於接受，同樣若某甲以爲庫券之市價看漲，彼亦不願交付庫券授受，雙方看法如此，庫券之一般授受性如何形成，若不然永紗股票如何向無一般授受性成爲貨幣在市面流通，庫券到期後，因中央銀行隨時照面額加利息付款，此時之庫券，未始無成爲鉅額貨幣可能，然政府兌付到期之庫券，即有同額法幣流入市場，故縱庫券變成鉅額法幣，亦不增加法幣之發行及市場流

動額，甚且可因此項頭寸之運用，解決鉅額支付之困難，則庫券之發行，不獨吸收游資，抑且兼收兌換小鈔之效矣。

**戊、必須靈活運用，防止不良影響**

固然，凡事有利亦有弊，短期庫券之運用，必須靈活，始能盡公開市場之作用，一方面緊縮市場，打擊投機，另一方面又能維護正當工商業，使其不致玉石俱焚，本行當局，對於運用技術成竹在胸，可能發生之副作用，亦早計及，加之扶助日用必需品生產，各項貼放辦法，業已次第施行，深信正當工商業，不致感受不良影響。（四月二十三日各報）

(2) 鄧華民：中央銀行近決發行一種短期庫券，其目的有二：一為調劑市場金融，一為裨益國庫收支，惟在此經濟金融積痼已深之情況下，此一辦法，能否達到預期目的，尚有賴於其他更重要的因素，所以就任何方案言之，也不能消蝕經濟上最大的癥症，這是我對於經濟問題的根本看法，但無庸諱言地說，短期庫券之發行，綜觀其精神與辦法，確不失為吸收游資的一種新方法，且為中央銀行發展公開市場活動的初步，不過，個人認為，第一、舉辦之後，政府對於收回的頭寸，應如何善為運用？並如何投用於生產途徑？第二、舉行之時，政府對於折扣及辦理人員的操守，應如何臻趨完備健全，並如何使其不致發生可能的弊端，第三、根據這一方案之規定，發行是短期的，利息是優厚的，換言之，利息應接近套利，折扣足以代表高利，方能銷納，也方能做至社會籌碼的回籠，事實上，現在的正當行莊之需要，平時資金本已感拮据，如此一來，則難免直接不會因之而感到調撥的困難，間接可能引

起市息高騰拆借不易的現象，同時更無異增加了金融當局調劑市場的一種責任。

（四月二十三日金融日報）

(3) 朱鶴齡：在物價繼續漲情形下，通貨流通速率的增加一方面表示在交易次數的頻繁，他方面就是資金週轉時期的愈趨短縮，後者的意義如異於一定時期來說，即資金週轉的次數增多。在目前利率系統中，性質不同的借貸交易的價格普通均以「日」計，即所謂「日拆」，它的相等名義率雖然亦稱「月息」，但其涵義可就不同了，這是由於計息時期的短促（幾乎都小於一個月）使「實際利率」已超過「名義利率」。

一般說，暗息二角七分，其意義應指借貸的價格每月為百分之二十七，這在金融圈及商場內是絕無意義的，除非確定借貸的時期（必須短於一個月）或附加每隔若干天結息的條件。

因此，市面利率以「月息」表示者都是名義利率，「日拆」合月息的實際利率決定於借貸時期的久暫。大體說來銀錢業上旬日期的借貸交易已不普遍，何況連吸收散戶游資而舉辦的存款也改為「星期存款」了。然而短期國庫券的限期是短達一個月和三個月的，如果它的折扣率參照了市上名義利率而決定，其合息（連同庫券帶息每月五分）又不得超過市面一般利息（指的仍是名義利率），在行銷上恐怕不易收效的。

短期國庫券的發行，不論其目的為財政的或為金融的，其初步手段總是吸引社會資金，論者以為發行折扣率如按黑市利率或銀錢業放款利率計算，勢將影響銀行貸款業務甚或危及正當生產事業獲得資金的泉源，這是毋庸顧慮的，因為庫券發行本身必須具有控制市場銀根的主動性，它

在發行數量上可以調節，使前述的顧慮不致發生。如其調節作用欲行之有效，發行折扣率的合息必須納入市場利率系統。這是說，決定折扣率時應該參照市面實際利率（即名義利率依市上普通資金週轉時期折合之利率），如則公開市場的運用不能產生有效的主動性的影響，而失去了控制市場銀根的原意。

下面是三個原則，用作決定折扣率的參考，實際上即是對短期國庫券發行折扣原則加以註釋：

(一) 條例第五條「……庫券……在公開市場發行，並視市場資金供求情形得……折扣發行……」所指的「市場資金供求情形」應指並以銀錢業貸款利率及暗息利率作為決定折扣的主要參考。第六條所指發行折扣與月息合計不得超過市面一般利率，此「一般利率」應解作一個範圍，其上限為暗息利率，下限為銀錢業放款利率。

(二) 決定折扣率所根據的市面「利率」應該參照市場上一般借貸資金實際週轉的時期單位折成「實際利率」從實核算。試以一月期的庫券為例，列舉出計算式如后：

$$D = \frac{1+R}{1+R} \cdot R = (1 + \frac{G}{m}) - 1$$

$$D = \text{折扣率} \quad I = \text{庫券週轉利率 (即 5\%)} \quad R = \text{實際利率 (月息)}$$

$$G = \text{名義利率 (月息) 或「日拆」} \times 30$$

$$m = \text{目前市場資金週轉時期 (以日計)} + 30$$

上式中 m 值最適宜於目前情形的至少是四。

（事實上是不至四，但再增大後使更切近實際利率的差異較微，可予忽視）。



(三)前一條式中之R(即市面實際利率)至少應與銀錢業貸款的實際利率相等,或略大,但不能再大於暗息利率(指實際利率)減除保險費用後的利率。

以上是就一月期的庫券折扣率而論的,至於二月份或三月期的折扣率自然也適用同樣原則,不過由於償還期限的增長和實際利率的增高使折扣率依次增大而已。所以不同期的庫券依同一折扣率發行是不可能的,真像一個月份的庫券參照近於市面名義利率折價發行一樣的困難,相反的,如果根據以上原則各依相當於償還時期的實際利率個別折價發行,則其行銷的效果應與一個月份的相同。希望政府能正視市場實際情形,把握住一個政策的良好開始。折扣率釐訂問題看來似乎屬於技術方面的,其實關係重大,整個政策的成效一部份就要看它是否合理。(四月二十三日金融日報專論「國庫券發行折扣率應參照市場「實際利率」釐定」)

(4)金融日報社評:短期國庫券已經決定發行,本報也曾一再發表過意見,今再彙合各方的見解,作一次綜合的論列。

(一)關於發行的目的

計有兩種看法,一種認為是財政目的,一種認為是金融目的。主張財政目的者,大致覺得庫券可以只出不入,因為國庫無日不發行,為恐不能使法幣回籠。主張金融目的者,則着眼於控制市場的銀根,寬時賣出,緊時買進,因為根本不能假高利率來作吸收法幣回籠的工具。

我們覺得這兩個目的是可以並行不悖的,目下所成問題的是游資泛濫,如能以庫券吸收,雖不一定可以減少發生,但是如果物價因此可以緩

漲,實際上就是有助於財政,而在銀根特別緊時,中央銀行買進,以使正當生產事業免受壓迫,也是有益整個經濟界的。

(二)關於發行場所及地域

目下也分兩種看法,一種是證券市場,一種是限於銀錢業及經紀人,國庫券上市以後,當如股票一樣,價格時有上落,因為容易銷售,所以將來銷路也會容易,而且方可以達到吸收游資的目的。第二種看法,以為庫券上市,折扣難控制,還有,可能有變成高利大鈔的流弊,所以不如限於銀錢業及經紀人間的買賣,而不與一般市民見面。

我們覺得,這兩種方式,都可以採行,但還以在證交上市為方便,而在技術等方面,作更縝密的設計,例如在交易,價格,經手人……等方面嚴加限制,以免流弊,如果過分顧慮,結果恐怕殊少銷路,弊是沒有了,但利也不會來。至於發行地域,應該不限於上海,在各大重要都市,都可以發行,以免游資羣趨上海。

(三)庫券利率問題

關於庫券利率,按條例為折扣與月息合計不得超過市面一般利率,這條訂得很不清楚,所謂市場利率是指那一種利率呢?銀錢業放款利率呢?市場暗息呢?所謂國庫券是政府向社會借款,應該是央行核定的銀錢放款利率,按純理論講,銀錢業可以不必放款了,還可用於買庫券,因為既省事,又無風險。這樣一來,叫工商業向那裏去借款呢?

若按黑市利率計算(最高最低也要決定),問題就更多了,銀行當然不必放款了,因為放款利率多是不及黑市暗息的,就是一般行號貼票公司的頭寸也將入於國庫券一途,這樣,黑市利率無法不漲。

在英美等國都是限制公司行號的新發股票,

即限制投資,方能使政府公債庫券發行順利,而不致引起社會利率上揚,否則,憑空加入政府大量的借款,利率一定是要增加的。所以我們覺得,這個問題最重要,中央銀行應該計算社會資金的供需,何者叫緊,何者為鬆,然後決定發行庫券數量,方不致增加社會的負擔。

(四)預防流弊

這裏可以舉出幾種:一、避免形成有利的大鈔流通。二、避免影響社會利率水準。三、避免市面銀根太緊。四、避免高度的投機化。五、絕對做到經辦人大公無私。

(四月二十二日金融日報社評)

三、短期庫券發行以後

三十七年短期庫券於四月三十日起正式發行,發行區域先在上海,其他各地視發行後情形如何再定,發行機構暫定為中央銀行國庫局業務局及虹口收支處,俟有需要再行委託其他國家行局及商業銀行,是否在證交上市,亦須視發行後情形如何再定。關於發行折扣問題,由中央銀行設立利率委員會(委員三人即中央銀行國庫局長,業務局長,稽核處長,由國庫局長召集),每日議定折扣,呈經中央銀行總裁核定後每日掛牌公告,四月三十日先發行一個月期庫券,面值一千萬元,五千萬元、一億元、五億元、及十億元五種,二月份及三月份俟需要時再發,並規定一月期均以三十天計算。月息五分,發行第一日折扣為八七三,即一千萬元庫券,祇付八百七十三萬元,至三十日後到期可免取一千零五十萬元,約合月息二分。發行第一日共售出一百二十餘億元。由發行技術言,此次庫券,可謂極具機動性,頗合社會需要。惟人民以購債習慣未養成,故發行後銷路仍不暢,此積重難反之故,初非發行條例之罪也。

## 資金南流與工業南遷問題

遠在一年以前，資金南流的趨勢，就已開始，其南流的原因，主要是因為東北受戰火影響，向關內移動，而華北的資金，即向上海集中，再由上海向香港廣東流動。另一主流，則為華中資金，亦因環境關係，逐漸向廣州移動。這種資金類皆用收購偽匯或私帶現鈔的方式，流向廣州香港。最近半年來，大家更感到華北華中之局勢不安定，不但資金南流，工業也在不斷南遷。其南遷的理由據說是為便於取給原料，並便利向南洋爭取市場。這恐怕是表面的，其實際的原因，恐怕是逃避現實，爭求暫定的苟安。由於這兩種潮流的南流與南遷，使國內整個經濟體系，更感到不穩定。實在是一個莫大的危機。對這兩個問題，輿論已有不少評論，茲試摘錄金融日報與大公報的幾批評論，可以代表一斑。

(1) 金融日報社評：評資金南流及其對策  
在歐美資本主義發達，高度工業化的國家，經濟組織及其所代表的輿論壓力，足以影響政治軍事，簡言之，即歐美式的民主政治，係建築在經濟的基礎上面，經濟的壓力，可以影響政治的趨勢。惟在我國則反是，因為我國的經濟落後，其組織自不健全，近卅年來，我國工商業的發軔，完全係在極艱難困苦中培植起來的；加以內戰外患交迫，政府的經濟政策，不顧客觀的事實所在，一味好高騖遠，模倣歐美，其結果，既距英美的獨占資本主義過遠；同時在抗戰期間以及

勝利以來，有意與無意之間，不斷的倣效德、意、日本及蘇聯式的統制經濟政策，就目前觀察，大體上，均告失敗。高度資本主義的自由經濟，不需要政府方面人為的管制，而國家主義的統制經濟，事事須受政府的干涉，故前者匪惟不受政府管制，且進而使政府受其牽掣，後者凡事須聽命於政府，政府之政策，足以影響經濟之消長，此在已往政府行政效率，極為優越之德國及日本，行之有效。惟任何經濟政策，如移植我國，則立即變質，近一年餘以來，政府管制政策，屢告失敗，追本溯源云，雖人謀不臧，然要之，客觀環境不適於此種制度，則為無可否認之事實。

自去年後半年起，東北、華北各地，戰局轉變，人心不安，稍有資力者，相率匯款南來，由東北而天津，再由平津而至上海。上海雖為全國第一商埠，然目前上海經濟地位，已不如昔，由金融管制，以至物資進出口管制，層出不窮，其中雖有少數冒險家，憑恃特殊背景，承做非法投機交易，坐獲厚利，惟多數正當工商業，未蒙統制經濟之利，反先受其害，管制法令如牛毛，通貨膨脹，又日甚一日，如以目前上海批發物價指數為例，已較戰前上漲四十萬倍有奇，再由港幣與法幣匯率計算，戰前法幣與港幣兌換率幾相等，法幣一元一角，可換港幣一元，現在法幣百萬元，僅合港幣八元六、七角，法幣對港幣自由市場價格，尤較上海批發物價為低，誠如財政當局

在國大檢討會報告，法幣發行總額，尚不及七十萬億，僅及戰前發行總額十四億之五萬倍，不論其流通速度與信用膨脹，如何底擴大，若與物價上漲此例相較，仍感前者膨脹數量不巨，而後者驚人的迫使法幣購買力極度降低，其中除通貨與物資的關係外，尚包含有若干非經濟性的因素在內，此無他，乃由於內亂的蔓延及政治的不安所致耳。

游資南流趨勢，已如前述，決非純經濟性的需求，亦與戰前內地農村資金，隨季節性的集中上海一隅者迥異，率直言之，此種趨向，係帶有軍事政治的不安因素在內。資金流通，貴乎安全，它必須依賴着當地的社會秩序穩定，生產發達，纔有流通使用的機會，現在東北及華北各地，此種優越的條件，至少是暫時的喪失，你不讓它逃避到安全有利的地方，等於築堤防水，水勢日益高漲，堤壩雖高，終有潰決之虞。當局自去年底起，限制北方資金匯滬，表面上，雖收效一時，然不旋踵，而運現之風甚熾，可謂防不勝防，最近又限制運現，由北方攜帶現款至滬，每人至多不得超過二億元，由滬帶現款至港，不得超過五千萬元，可是禁令雖嚴，而游資南流如故，甚至滬市紗廠，紛紛遷設香港，卅六年度美金短期庫券，應還本息，亦改在廣州提取，即在滬市購買洋商股票，到香港出售，亦為逃避資金之另一種方式。綜括言之，今日上海，係北方資金南

流之一大轉運站，其他經由漢口，長沙，南昌，九江，重慶，成都，昆明及桂林等地南流者，尚不計其數，以有用之資金，大部流入香港，易成外幣，使法幣再度倒流內地，資金之逃避，如此嚴重，徒恃法令上的管制，雖非絕對的無效，然至少，其效果決不會太大。

我們現在如果想出一個極有效的具體辦法，來充分遏阻資金南流現象，事實上，可以說是絕對的不可能，退一步，我們試想政府如果能把長春，瀋陽，北平，天津，青島，濟南，洛陽，鄭州，長沙，漢口及西安等十個大都市的外圍附近，社會秩序，能相當地安定下來，扶植它現有的生產運銷機構，不僅需要獎勵各地特產出口或轉口，並且要增加它所需要的物資進口，予以運輸上的充分便利，充裕物資來源，儘可能便利各地物資交流，允許正當商民自由貿易，如此則在接近戰亂區域中的經濟社會，雖不能繼續繁榮發展，但至少尚可維持現狀，吸收大部分當地必要的資金，南流之風，似可稍殺。再現在當局防止資金南流，所採的方式，偏重於消極的正面的遏阻，而不謀積極的側面的疏導，假令對形將南流的資金，就地替它謀一正當出路；對已流入滬市的資金應該放鬆金融、外匯及進出口管制，擴充證券交易所業務，讓它即刻安定下來，再對逃往香港的資金，應設法誘致轉返廣州，促進華南經濟開發，亦為一比較接近事實的辦法。總之，與牟利者相謀，應以利誘之，固不可單憑法令限制之也。

(四月二十日)

(2) 金融日報社評：資金南流面面觀

「資金南流」在今天已成為一個非常引起注意的問題，固然這問題的發生並非始於現在。

所謂南流，除流往香港之外，實察廣州、汕頭等地也應包括在內，不過資本流往香港的數量特多，所以一般所謂南流，主要係指香港而言。至于南流的資本，是包括了貨幣資本和商品資本。貨幣資本的南流，在去年即已開始，那時規模尚無今日之大，所以未曾引起廣泛的注意。現在則不僅國內資金大規模南流，許多工廠也紛紛南遷，其趨勢且方興未艾，這才聳動了舉國的視聽。

貨幣資本南流所採的方式甚多，如運現，匯兌，及在國內收購證券後攜赴穗港兌現或出售等均是。自政府規定對廣州的匯款其數目在二億元以上須呈報查核，並限制每人赴港穗所攜帶的現鈔數量為五千元後，以運現和匯兌來逃避資金已較前困難，但運現的走私顯然仍無法杜絕。自當局限制運現以迄本月九日止，廣州中央銀行所凍存的運現超額部份法幣，共達四十九億元，而本月十四日在粵漢路南下車上抄獲的一筆私運法幣，即達六十九億元，可見運現走私之烈。

至易成證券南流的資金雖無法估計，但僅以第二期美金短期庫券，在穗兌付的本息到本月七日止即逾一千億元而論，其數量亦必甚可觀。

以上所說的是貨幣資本的南流，至於商品資本的南流，即是現在曼引入注目的工廠南遷運動。如本月中中新紡織廠以紡織機器七百噸運往廣州，這一種的資本南流即係採取了商品資本的方式。

現在南遷的工廠究有若干，尚無確實統計。以南遷的紡織廠而論，在九龍即有大南、香港、偉綸、南洋、南海等五家，尚有屬於滬甯川幫的數家正在籌設中，不久連現已遷設的紡織廠可有十家之多，其紡錠總數將超過二十萬錠以上。

國內資本的南流，可反映出國內經濟環境的不安。在原料，運輸，銷場，動力無一不困難，貨幣價值日貶，產銷成本無法預算，而政府復管制重重，法令多如牛毛的情形下；敏感的貨幣資本家和產業資本家，按照資本往最安全最有利益地方流去的原则，自然就覺得「遷地為良」了。

也許有人認為大量貨幣資本的南流，可減少在國內市場上的興風作浪，未始不是佳事。實則港滬市場息息相關，游資轉向香港後在當地投機港幣金鈔等所引起的市價波動，對於上海市場即是甚大的刺激。且游資是流動性的，南流之後仍隨時可重返國內擾亂市場。

至工廠的南遷，在繁榮香港的反面，就是降低了國內的就業，並使政府的稅收減少，也是害多而利少。

聽說政府已在密切注視資本南流運動，并考慮對策。我們為政府設想，一切治標性的對策是無法阻止這一運動之繼續發展的，除非能使國內的經濟環境安定下來，并減少苛擾的管制，而到那時資本即不禁止也不會南流的了。

(四月三十日)

(3) 金融日報社評：防止資本南流的新措施  
當資本南流的洪濤日益洶湧之時，政府方面也有了反應，這即是最近政府所決定的對於防止資本南流的兩項新措施，第一項措施是紗管會已奉到經濟部命令：「嗣後紗錠南運，應由各紗廠呈請該會轉呈經濟部核准」經部並已同時函請財政部轉飭海關，凡未持有紗管會發給證件之南運紗錠，一律不得放行。

第二項措施是央行向財部之請，通函各指定銀行，咨請於今後對外幣證券輸出之申請，代為

初步審查，即僅合乎規定的證券輸出始准予發給許可證，惟須保證該項證券將來重行輸入，或將本息所得外匯向央行或其指定銀行結售，或保證券持有者以後不再返華。凡申請輸出或不記名證券，其面值以美金五百元為限，超過規定標準者其申請概不受理。

上列第一項措施，顯係針對近來國內紗廠南遷而發，昨日本報已為文論列。據調查，已經或正在香港開設的紗廠在十家以上，紗錠總數約近二十萬錠，如按時值計算，合美金一千五百萬之鉅。今後政府對紗錠南遷規定須事先經過紗管會核准，則當可防止國內紗廠再以其設備遷港。但國人在港開設的紗廠，其紗錠並非均由國內遷往，多數均為國內紗廠向國外訂製的新設備，因限於輸入管制，未能取得許可證，遂不得不改在香港裝置開廠。照經濟部的規定，顯然對於此部份由國外運往香港的紗錠，是無法阻止的。所以如國內紗廠不願在國內繼續經營，或願在香港擴充經營，仍可以其資金逃港後向國外定購紗錠俟運達後即在港開工，而且，南遷的工廠雖以紗廠為大宗，但除紗廠之外，尚有綢廠棉織廠，搪瓷廠等，今政府僅禁紗錠遷港，則除紗廠以外的其他工業部門，其南遷運動豈非仍一無限制，足徵政府防止工廠南遷的措施，其辦法並不澈底。

至於第二項措施，也顯然是針對近來國內資金南流而發。從事資金南流者，在上海購入外股，再攜港出售，已為習見的方式。今政府對於輸出外股加以種種嚴格的限制，雖可使公然攜運外幣證券出國者知所顧忌，但證券質輕值鉅，一股怡和紗廠，時值即達五百萬元，如以外幣證券走私輸出，緝私工作是頗為困難的。而且攜運外股

赴港出售，僅在香港行市有利之時可行，否則實不如選在滬購入黑市港匯。在滬購入港匯以便資金之逃港，實為資金流港的主要途徑，現在政府僅限制外幣證券的輸出，而對於私設電台經營黑市港匯者仍無妥善對策，則今後國內資金流港的狂瀾，恐怕也仍難於遏止。

除上述者外，以出口物資從國內走私運往港穗，或經粵漢路私運現鈔赴穗，再就地購入港匯，亦均為資本流港的方式，政府儘管禁止走私，但也迄今仍未收大效。

資本南流固應及時遏制，但在國內現狀下，如不能消滅資本南流求利潤、求安全、和逃避不良管制的種種動機，一言以蔽之，如不能使國內經濟上規道，則一切捨本逐末，頭痛醫頭的辦法，其效果如何實值得懷疑。(五月十五日)

(4) 大公報記者：工業資本南流的前途

(一) 可怕的資金逃避

在一年以前，國內資金的南流趨勢就已開始。它的主流有兩股：一股是受戰火的影響，東北游資逃到平津，華北的資金又南來上海。這些游資，大部份是產生於軍事支出浩繁下的通貨膨脹，小部份是有產或特殊階級財富的逃避，因此它南流之後的出路大都趨向囤積物資或搜購黃金外幣。另一股主流是華中南的游資，以上海、廣州兩地為中心，用收買僑匯，出口走私或攜帶現鈔的方式，逃避到香港。它的出路是套買外匯，輸入私貨，搜購黃金港幣房地產或投資香港工商業。

這兩股主流聯貫匯合起來，就形成全國資金由北向南，從國內到國外的逃避路線。這種趨勢發展到目前，由於戰區的擴大和經濟狀況的惡化

，是越來越明顯，越來越嚴重了。

根據廣州方面的報導，最近各地游資蜂擁到穗，四月十六、十七兩日，竟達五六千億元。到十五日止，因攜帶超額現鈔而被凍結在中央銀行的即有六十九億元。未被緝獲或藉特殊勢力運去的現鈔，更無法統計。據一般估計，四月上半月流入廣州的資金不下數萬億元，因此廣州的金融物價，半月內平均猛漲了百分之八十左右，這是多麼可驚的現象！

但是這樣鉅大的游資南流，其最後目的地當然並非是廣州。我們只要看廣州港幣市價的狂漲和香港穗匯申匯的暴縮，就可瞭然這些游資的去向。在去年一年中，香港申匯從一月六日的八八·二五元港幣(匯上海十萬元法幣)暴縮到十二月十日的三元港幣(匯上海十萬元法幣)，上漲了約近三十倍。比同期內上海批發物價指數上漲十五倍的速度剛巧要大一倍。而今年的三個月月中，港匯又從一月五日的三元一角縮到日前的七角九分，猛漲了近四倍。最近一月來國內的物價比較疲落，但港匯却還是一鼓作氣的縮下去。三月廿五日申匯十萬元法幣還值港幣一·一四元，四月廿二日却只值七角三分，法幣在香港的價值又貶低了百分之卅六。港幣暴縮，就牽動國內的黑市黃金外幣價格的猛漲，間接又影響一般物價。中國金融的神經中樞掌握在投機家操縱的香港市場，真是太可悲太可怕的事情。

(二) 工業移港的暗流

但是瘋狂地向香港奔竄的不僅是一般人所稱的「游資」，而且還包含本來安份守己在國內發展的民族工業資本。這幾個月中來，我們連續不斷的聽到許多關於國內資本在香港設廠的消息，不

少擁有資產和地位的工業家也一批批赴港考察。例如上海著名的景福衫襪廠，已將九龍棉藝棉織廠以一百五十萬元港幣的代價買下。太平洋、義生、新華等搪瓷廠，有的已經在港開工，有的則已勘定廠址。上海綢緞廠遷港者亦有兩三家。據香港某經濟刊物的估計，最近由國內移往香港的工業資金約達五千萬港幣。照申匯合法幣就要六七萬億元。但是這個數目恐怕還是已經到達香港的資金而言，準備投資而尚未到港的資金，還不

廠名 紗 錠

南洋	一五、〇〇〇
香港	三七、〇〇〇
大南	八、〇〇〇
緯綸	二五、〇〇〇
南海	三〇、〇〇〇
寶星	一〇、〇〇〇
南國	五、〇〇〇
半島	八、〇〇〇
安樂	一〇、〇〇〇
九龍	八、〇〇〇
共計	一五六、〇〇〇錠

此外申新四廠準備設三萬錠，連同其他未知的總數約近十九萬紗錠。最近因蘇北局勢不靖，南通大生紗廠向國外訂購的印染廠設備，聽說亦在考慮改設於香港。我們如果以目前每一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金之鉅，地產房屋建築尚不在內。當國內工業資金匱乏的今天，這是多麼鉅大的一筆投資！

(三) 工業資本為什麼南流？  
國內的工業資本為什麼要大舉南流呢？一般

計算在內。因為在目前遷港的工業資本中，規模最大和最為活躍的主流還是紡織工業。根據香港報紙的報道，最近在港籌設的南國、半島、南洋、緯綸、香港、南海等六家紗廠的資本額即達一億零八百萬港幣，紗錠總數則為十二萬枚。但據作者在滬方面調查所得的資料，已經或者籌備在港開設的紗廠在十家以上，紗錠總數共達十九萬餘枚，其廠名、錠數及投資關係人如下：

投資關係 備註

中英合辦華方申新王雲程	已試車
中紡王啓宇	開工八千錠
李震之	已開工
申新九廠大中華針織廠	建築中
慶豐唐星海	籌備中
唐星海	籌備中
未詳	
未詳	
鄧仲和	籌備中
中紡王統元	部分開工

的說：最重要的理由，當然是由於國內安全無保障，移港是變相的資金逃避。其次是國內工業環境惡劣，政府只有統制摧殘，沒有幫助扶植，而香港輸入無統制，原料取給方便，香港政府對新設工廠又予以種種便利，銷路方面則有廣大的南洋市場。但是就紡織業而言：又另有特殊原因。我們分析準備在港設立的紗廠中，沒有一家是從國內遷移去的，大都是上海紗廠過去向國外所訂購紗錠。因為政府既不結購，又不准自備外匯進口，但是貨款已大部付訖，合同不得不履行，

機器要運來，就只可借香港為棲息之地了。這是原因之一。第二、當此國內原棉缺乏之際，香港却能靠國外輸入，所以原料供應不成問題。第三、香港政府對紗廠不加管制，比較國內自由得多。第四、香港棉紗有南洋市場，銷售相當靈活，利潤也不太薄，目前每件棉紗成本不過一千港幣，售價可有一千四百餘元。第五、港府為繁榮香港，歡迎投資設廠，誘導不遺餘力。一般資本家以辦事順手，比較國內創業艱難，自然受寵若驚，心理上樂於投資了。

至於一般棉織、搪瓷、熱水瓶、織綢廠等遷往香港，則主要是因為香港接近南洋市場，銷售方便，輸出又不需結匯，原料也可自由進口，不像國內那樣地困難。總之，分析工業資本南流的原因，一半是資金逃避，一半則是由於國內經濟政策的不善，致逼得它們遷地為良。

香港是否適於工業發展？

但是，香港工業化的前途是否樂觀，在香港設立工廠是否合算呢？這是一個值得考慮的問題。

香港以彈丸之地，戰後人口激增到一百八十八萬人，由於國內游資的蜂擁竄入，爭購房地產，致土貴如金。據統計，僅在在本年三月份內，房地產的價格即上漲百分之二十五。現在許多紗廠的地基，都要以極昂貴的代價向港府劃買，有的紗廠還要自己填海。有了地基後，對建築房屋設備，港府亦有嚴格規定，不能簡單草率。所以單在地產房屋設備上，所費就要佔投資的二分之一或三分之一。其次香港因為食物須由內地輸入，生活費用和工資的昂貴也是人所共知，這點在工業成本上的影響極為不利。同時香港是一個自由港

，本身沒有市場，也沒有輸入統制和關稅保護，所有工業產品的唯一出路是輸向國內和南洋，但國內今後可能長期統制輸入，香港生產的大部份是日用品，准許輸入的數量很少，且以香港成本之高昂，要與國內工業競爭，也很困難，南洋的市場，由於南洋局勢的不安，購買力的薄弱，和美貨日貨的侵入競爭，也不一定能夠長期維持繁榮。

對於紡織工業，香港更有幾個先天的缺陷：第一、香港氣候溼熱潮濕，不宜棉紡工程。據說，香港的紡紗生產效率，比上海要打個七折。如果裝置自動調節空氣設備，費用非常昂貴。第二、港府規定女工只能工作八小時，禁止深夜工，童工不能替代成年工人，國內紗廠視為慣例的夜班，香港就不能開，間接增加成本。第三、香港工資高昂，而且缺乏熟練工人，目前紡織工人的平均工資每天六元，熟練工人則須八九元；將來如果紗廠陸續開設，大家高價拉抬，工資還要繼續上漲。第四、香港棉花來源完全仰賴舶來，將來如國內情勢安定，棉花供應正常，外棉成本必高於國棉。第五、香港電力不足，港府現雖設法增加二萬瓩發電容量，但要負擔一二十萬紗錠的運轉，仍感不敷。最後，香港本身消耗的棉紗有限，完全要依賴南洋市場，如果將來南洋甚至香港本身市場遭日本紗布侵入，則以港紗成本之高，如何與之競爭？這是最大的隱憂。

#### ⑤ 逃避不是出路

香港並不是工業生存良好的環境，它只能暫時作為國內戰氣瀰漫下的避風港。有些資本家對這點亦能瞭解，但是他們作這樣的打算：香港的工廠現在還可以盈利，假如能夠有一二年或兩三

年的時間，也許能把一筆創辦設備費撈回來，那時候如果國內局勢穩定，仍可將機器遷回。但是經濟的發展是否符合這把如意算盤呢？遷到香港去的主要是紡織業，但戰後紡織業的黃金時代已超過頂點，世界市場紗布價格日益下跌，相反的，棉花價格却漸趨騰漲。當各國紡織業尤其是日本紡織業生產力量恢復之後，必然要引起劇烈的競爭，這時香港紗廠一方面成本高昂，同時又無關稅保護，恐怕連香港當地的市場都難保持，其地位且遠劣於國內紡織業，（因為國內還有內銷市場，對外國紗布亦可利用輸入管制及關稅阻遏）。那時這筆鉅大的投資如何收回呢？現在英國當局努力鼓勵華人投資設廠，他們當然不希望你們過了一兩年後再遷回國內，所以對房屋建築和設備等規定條件不厭其嚴，務使你們在這些不能搬走的固定資產上化上極大的代價。至於這筆代價能否於短期內在生產的利潤中獲得，那是誰都沒有把握的事。

過去香港並沒有一家紗廠，英國人數十年前在上海開設了怡和輪昌等紗廠，却並未在香港投下些紡織資本。近來國內的豪富游資聚集香港爭購房產地皮，收購工廠機器，賣出的大都是英國人。他們得到了遠逾實際價值的代價，跑到澳洲或南洋等地去發展。中國寶貴的外匯和工業資本，白白的送給英國人利用。將來一旦香港的繁榮終結，受貶價損失的將是我們這班自認為聰明的中國豪富們。但是我們不必為豪富們個人的損失擔心，值得憂慮的是中國已經貧乏的工業資本，

再也禁不起這大量失血似的資金逃避。它不僅使今後中國的經濟建設更感困難，而且從目前的經濟狀況更趨惡化。

這樣嚴重的資金逃避，應由誰負責呢？為什麼本來準備在國內發展的紡織機器，有了自備外匯還不准它們進口？為什麼要成立非騙非馬的花紗布管理會，使紡織業望而生畏？輸入限制，出口困難，步步荆棘，處處阻礙，一切都使國內辦工業的人感到失望灰心。所以我們不必專責備逃向香港的工業資本不愛國，政府對這點應該多反省，多負責任！（四月二十七日大公報記者季崇威）

#### （5）大公報社評：工業南遷

工業建設，需要條件，也需要時間。回憶二年前各工業家自大後方復員東返的時候，誰都對我國未來工業化運動抱着莫大的期望。當時，論環境，則交通恢復了，外匯開放了，必需的機器原料，不但可以獲得大量補充，而國內市場廣大，又可增加各業的產銷。論時間，則抗戰勝利，大敵已去，不論五年計畫，或十年計畫，都可按步就班，陸續推動。但繼續出現的，却是不斷的紛擾，浮囂的景象。這演變，殘酷的粉碎了工業家的美夢，也使工業復員失去了所有的生機。

到目前，事實更見進一步的發展。據各方面綜合的報道，可以知道國內各廠正在醞釀作南遷的運動。以上海的情形為例，三四個月來陸續遷

往香港的工廠已逾十家。如業已成立的太平洋及新華兩糖瓷廠，資金即來自上海及福州，且第一批機器已經運到，廠址並已勘定，估計兩個月之內就可以開工生產。再棉紡業方面，有兩家不願公布名稱的工廠業已運到各色機械，如分包機、搖棉機、抽紗機、粗紗機等共一百餘噸，另有織布機一百七十四台，以及其他新型設備等。就香港政府的公報看，棉紡廠業已登記的，即有大南、南洋、香港、偉倫四家，已在籌設的尙有三家，預料總數可能超出十家以上，紗錠數目則在二十萬錠左右。另悉申新廠也有同樣準備，運到廣州的紡織機械，即重七百噸左右。至其他廠家前向美國所定的機器，本擬運回國內裝置的，近也逐步將此項設備改運至香港起卸，以便建立新生產機構。

這自然是一個值得注意的現象。據工業界人士聲稱，此項行動有根本的原因存在：①香港對於進出口貿易，並無管制；②原料的取得，十分便利；③向南洋爭取市場，較為便利。因此各廠紛紛南遷，當爲一種自然舉動。爲此，我們默察這局勢，對於工業界的轉徙播遷，不禁興起一種悲憫的同情；同時爲國家的基本大計，又在心頭浮起無限的憂思。

第一，近百年來我國工業基礎的建立，是一篇辛酸史，也是一篇鬥爭史。最初的階段且不說了，即如於第一次大戰期間，我國輕工業得以乘

機建立。其後因戰爭結束國際競爭的再起，各工廠莫不如風捲殘雲，不是出售抵押於外商，便是營業衰敗，一蹶不振。到抗戰初起，更因準備不及，除少數獲得政府的協助得以西遷者外，其餘百分之七十至八十，皆淪入敵手。而勝利之後，厄運復現。初遭重重管制，復苦戰火瀰漫。長此以往，實談不到工業建設，也談不到什麼國家工業化。看看目前的現象，更使人慨歎。

其次，我國工業生產的落後，是盡人皆知的。就三十六年度統計，全國棉紗最高產量估計不過一百八十萬件，棉布十二萬萬碼。以三萬萬國民平均計算，每人僅能分配得紗二磅又半，布四碼左右，其不够消費，已顯而易見。再就其他部門說，電力約發三十億度，水泥約產九十萬噸，各種礦產品約七萬噸，平均每一國民所佔，不過電力十度，水泥千分之一噸，礦產品更渺不足道，如和世界各大工業國相比，更是不成比例。因此之故，我們實在應該積極擴大新設備，努力提高生產力。

第三，目前物價動盪，更爲猛烈，而市場購買力更趨於狹小。不用說，工業家的經營，爲成本的激增和產品的滯銷，已感到難於支撐。單就原料、資金和管制三項說來，也莫不感到相當的棘手。如本埠棉紡、毛紡、染織、火柴、搪瓷、製藥、化學、橡膠各業，其所實需的各色原料，俱不能自市場或國外全部取得。據內行人士的估

計，本年度內棉花即短少九十萬包，原毛輸入只及消費量十分之一，染織所需染料全部仰給於海外，橡膠業所存餘料即將告罄，其餘各業也莫不因原料的困難而減產或停工。如資金，則在廠方更是一大難題。如前年年節相近，尙可獲得緊急工貸一千億元，到去年十二月，正當貸款則完全凍結。本年度雖恢復之說，早有所聞，而何時實施，尙無確期。不得已，只好於一般資金市場中拆得。但息金的高昂，月計百分之三十至四十，確非任何生產事業所能負擔。按於目前物價高度不穩的情形下，任何產業每歷一生產過程，其所持流動資金，必定會不敷周轉的；如不能及時解決，勢必影響下一次的再生產。說到管制，更覺步步荆棘，動輒得咎。如以某業爲例，產品須由負責方面統籌處理，而原料則不能自由採購。結果，便弄到供應不及，手忙腳亂。這是一種特殊現象，但影響之大，是可以想像的。

總而言之，現階段我國工業界的動態，實在已到了不得不嚴正注意和縝密檢討的階段。而在政府當局方面，更需要多反省，多負責。一件事情，防患於未然，往往勝於事後的補苴。但一種不經常的現象出現了，却也需快捷的步驟和適當的處理。在事實上，爲當前工業生產者着想，除必要的外匯的申請要放寬，不適宜的管制要放棄，此外，恐再沒有比一個健全而積極的工業政策，爲更迫切而需要的了。（四月二十二日）

# 參考資料

## 市場公告

第四七九號 三十七年四月一日

據新光標準內衣染織整理廠股份有限公司本年三月三十一日函稱：「本公司經本年三月三十一日股東臨時會決議，增加資本二千三百九十四億元，連同原有資本國幣二百六十六億元，合成資本總額國幣二千六百六十億元，分爲二百六十六億股，每股仍爲十元。茲將增資辦法附錄於後：

- (一) 原有資本二百六十六億元。
- (二) 新增資本二千三百九十四億元，合成資本總額國幣二千六百六十億元，分爲二百六十六億股，每股仍爲十元。
- (三) 每一老股得認購新股九股，其中四股計國幣四十元，由各股東以現金認繳，尙餘五股，計國幣五十元，除以每一老股應得三十六年度股利國幣一元撥充外，餘數由董事會先行墊付足額。
- (四) 自本年四月九日起至同月十四日上午十二時止，爲繳納增資股款期間，逾期作爲放

棄權利，其不足之數，由董事會籌募足額。」

等語；前來，該公司開始辦理增資手續，其股票應自本年四月八日（星期四）前市起，暫停遞交交易，四月九日（星期五）前市起，暫停現貨交易，特此公告。

第四八〇號 三十七年四月五日

准 財政部上海交易所監理員辦公處通知，

以奉 財政部電，轉奉 行政院三十七年四月三日（37）六財字第一五八四八號訓令開：「查上海證券交易所證券遞延交割業務，係屬期貨交易，買賣出常同爲一人，殊背提倡投資協助生產事業之本旨，值茲動員戡亂期間，此項投機性質之交易，對於國家經濟政策及社會金融，尤多妨害，自應予以取締。（一）上海證券交易所遞延交割業務，統自三十七年四月五日起停做，其已做未結之帳，准照原約定日期清結，不得再行延展。（二）以後證券交易所業務，應以現貨交易爲限，不得以任何方式舉辦期貨交易。（三）場外交易應嚴格禁止，經紀人如有違法經營場外交易者，應即吊銷其執照，并依法究辦。（四）財政

經濟兩部駐證券交易所之監理員，應負責切實執行前項之規定，毋稍寬縱。除電知上海市政府外，合行令仰卽遵照辦理具報。」等因；合行電仰遵照，并轉行交易所遵照具復爲要。等因；轉知遵照到所，自應遵照。本所遞延交割交易，自三十七年四月五日前市起停止新交易，如有了結交易，做至四月七日（星期三）前市爲止，所有未結存帳，仍照原約定日期四月九日（星期五）辦理交割，特此公告。

第四八一號 三十七年四月五日

各經紀人代客戶了結本期遞交，原有相互軋抵部份之交易，致存帳發生差額時，仍照原定辦法徵收本證據金現金五成，每一經紀人存帳額，仍以國幣二百億元爲限，特此公告。

第四八二號 三十七年四月七日

據新光標準內衣染織整理廠股份有限公司本年四月七日函報，該公司英記戶股票內字第一六四九一號一紙，票面十萬股，業已掛失，特此公告。

第四八三號 三十七年四月八日

據勤興紡織襪衫廠股份有限公司本年四月八



日函報，該公司本月八日董事會議決，定於本月二十四日召開股東臨時會，報告三十六年度決算帳略，討論盈餘分配及增加資本等等，自本月九日起至開會日止，照章停止股份過戶等語，特此公告。

**第四八四號** 三十七年四月八日

據上海中國國貨股份有限公司本年四月八日函報，該公司董事會決議，定於四月二十八日召開第十五屆股東常會，報告三十六年度營業狀況及帳略，討論盈餘分配及增資問題等事項，自即日起至股東常會終了日止，停止股票過戶等語，特此公告。

**第四八五號** 三十七年四月九日

第三十八號經紀人吳文會場外交易嫌疑案，業經法院裁定，不予起訴。茲准上海交易所監理員辦公處監(37)字第一〇〇二號公函，轉奉財政部財錢字第二九〇七七號指令，准予復業經濟部京商37字第九七一九號指令，准予復業，該經紀人應予即日復業，特此公告。

**第四八六號** 三十七年四月十日

本所遞延交割交易業務，已奉令停辦，所有

各經紀人用剩之遞交空白場帳，自本年四月十二日(星期一)起可移作現貨場帳之用，特此公告。

**第四八七號** 三十七年四月十二日

據中國水泥股份有限公司本年四月十日函報，定於四月十二日開始換發股票。茲核定該公司股份交易，自本年四月十五日後市起，限以股票交割，特此公告。

**第四八八號** 三十七年四月十二日

據勤興紡織機衫廠股份有限公司本年四月十二日函報，該公司所發趙文江戶第三四八七號股票一紙，計拾萬股，業已遺失，特此公告。

**第四八九號** 三十七年四月十三日

據信和紗廠股份有限公司三十七年四月十二日函報，該公司新股票業已印就，自四月十三日起開始換發。茲核定該公司股份交易，自本年四月二十六日前市起，限以新股票交割，特此公告。

**第四九〇號** 三十七年四月十三日

據永安紡織股份有限公司本年四月十三日函報，該公司正公寶戶第一九二五七號股票十萬股

，第一九二五八號十萬股，及第一〇〇四四〇號五萬股，業已遺失，並已登報聲明作廢，特此公告。

**第四九一號** 三十七年四月十三日

據上海永安股份有限公司本年四月十三日函報，該公司股東正公寶持有之大新戶第三〇四八號股票一紙，計拾萬股，又第三〇四九號股票一紙，計二萬五千股，正公寶戶第三〇五〇號股票一紙，計拾萬股，又第三〇五一號股票一紙，計二萬五千股，業經遺失，特此公告。

**第四九二號** 三十七年四月十四日

第六號經紀人新豐公司，逾限未遵增繳保證金，經報奉財政部第一七九四四號批示，應予吊銷執照處分。除通知該經紀人遵照辦理外，特此公告。

**第四九三號** 三十七年四月十九日

茲將信和紗廠股份有限公司本年四月十九日函報之該公司民國三十六年八月一日至三十七年四月十七日止，掛失股據號碼，開列於後，特此公告。

三十五年度增資股據號碼 股數 戶名  
 紡字第二一九八八號 五百股 馬倫國

紡字第二一九八九號	五百股	同上
紡字第〇九八三一號	五百股	王鑒源
紡字第〇九八三二號	五百股	同上
紡字第三〇三九九號	五百股	達記
紡字第五〇七一七號	一百股	桂記
三十六年度增資股據號碼	股數	戶名
紗字第五〇四五四七號	五萬股	孫懷仁
紗字第五〇一二七五號	五萬股	許心聲

第四九四號 三十七年四月二十一日

第二一一號經紀人楊智昌，前以違反交易所法罪嫌，經本所公告於三十六年九月十二日起，暫停營業。茲准上海交易所監理員辦公處監字第一〇一九號公函，以案經法院裁定不起诉處分，轉奉 財政部 財錢已字第二九五四一號指令，准予復業，惟其逃稅部份，仍應依法移送法院裁判處罰等因；轉行到所。該經紀人應自即日起准予恢復入場營業，特此公告。

第四九五號 三十七年四月二十二日

據麗安百貨股份有限公司本年四月二十一日函報，該公司股東張志成持有之業字A第一六〇二號及第一六〇三號戶名元記股票兩張，各拾萬股，共計股份貳拾萬股，業已遺失，聲明作廢，特此公告。

第四九六號 三十七年四月二十六日

據勤興紡織機衫廠股份有限公司本年四月二十四日函稱：「敝公司經於四月二十四日股東臨時會決議，新增資本國幣陸百柒拾貳萬元，連原有資本國幣壹百叁拾肆億肆千萬元，合成資本總額國幣捌百另陸億肆千萬元，分為捌拾億另陸千肆百萬股，每股仍為國幣拾元，每一舊股得認購新股五股，並自四月二十六日起至五月三日止，辦理認繳增資股款手續。」等語；前來。該公司開始辦理增資手續，其股票應自本年四月二十七日（星期二）後市起暫停交易，所有已做之交易，概以該公司之老股票連權交割，特此公告。

第四九七號 三十七年四月二十七日

據華豐糖業股份有限公司本年四月二十六日函報，以該公司辦理增加資本至四百二十億元一案，業已奉到 經濟部批准，並發給變更登記執照，現定於本月二十八日起，開始換發新股票，請恢復交易前來。該公司股份之交易，准自本年五月一日（星期六）前市起，憑新股票上市開做，成交單位改定為拾萬股，特此公告。

第四九八號 三十七年四月二十八日

據恆豐紡織股份有限公司三十七年四月十六日函報，該公司新股票定於四月三十日起開始換

發。茲核定該公司股份交易，自本年五月十七日（星期一）前市起，限以新股票交割，特此公告。

第四九九號 三十七年四月二十八日

本市場集會時間，自五月一日（星期六）前市起，選用夏令時間，將時鐘撥快一小時，特此公告。

第五〇〇號 三十七年四月三十日

准上海交易所監理員辦公處監（37）字第一〇三九號公函，以上海市警察局查獲第九十一號經紀人龔禮遠經營場外交易一案，業經移請上海地方法院偵審，並呈奉 財政部 財錢已字第一二五二三號指令，在審理期間，該經紀人應暫停營業等因；轉囑遵辦等由，該經紀人應自即日起，暫停入場交易，特此公告。

第五〇一號 三十七年四月三十日

據中興輪船股份有限公司本年四月二十九日函報，以該公司調整資本一案，已呈奉 經濟部核准變更登記，頒發新照，並定於本年五月一日起，開始掉換正式股票等語；茲核定該公司股份交易，應自本年五月二十四日起，憑股票交割，特此公告。

商 辦 開 北 水 電 股 份 有 限 公 司

資 產 負 債 表

中 華 民 國 三 十 六 年 十 二 月 三 十 一 日

資 產 之 部			負 債 之 部		
科 目	金 額	總 計 金 額	科 目	金 額	總 計 金 額
固定資產			資本及公積		
製水資產	\$ 2,175,466,904.00		實收資本	\$27,000,000,000.00	
輸水資產	4,159,752,467.00		法定公積	- 434,428.44	
用水資產	353,296,651.00		特別公積	1,106,604,000.00	
發電資產	5,471,186,462.00		保險酬卹公積	39,771.78	\$ 28,107,078,200.22
輸電配電資產	8,916,281,737.50		長期負債		
用電資產	918,517,248.50		長期借款		10,231,389,000.00
業務資產	2,031,984,575.99	\$ 24,026,486,050.99	短期負債		
流動資產			行莊透支	\$ 4,776,624,035.97	
現金	\$ 75,185,602.84		應付帳款	375,232,280.00	
備用金	72,000,000.00		應付款項	42,395,140,310.16	
行莊存款	1,603,698,324.49		存入保證金	12,016,459,228.00	
應收票據	5,974,802.53		其他負債	3,101,984,179.14	62,665,440,033.27
應收帳款	55,395,348.383.22		雜項負債		
應收款項	364,304,290.45		折舊準備	\$ 1,631,292,786.21	
有價證券	44,634.97		資產漲價補償	18,074,700,244.99	
燃料	4,873,025,685.85		準備		
存料	19,817,269,276.25	82,206,851,000.60	呆帳準備	2,762,587,618.87	
雜項資產			其他準備	61,080.00	
企業投資	2,304,539,858.00		暫收款項	3,720,829,365.59	
存出保證金	7,592,523.45		預收款項	3,047,000,000.00	
存入保證金代	209,000.00		存出保證金代	30,000.00	
用品			用品		
預付款項	27,243,729,960.87		未結貨項	155,766,511.50	29,392,267,607.16
暫付款項	1,726,863,746.49	31,282,935,088.81	本期盈餘		7,193,860,898.43
前期虧損		73,763,598.68			
合 計		\$ 137,590,035,739.08	合 計		\$ 137,590,035,739.08

商 辦 開 北 水 電 股 份 有 限 公 司

損 益 計 算 書

中 華 民 國 三 十 六 年 度

損 失 之 部		利 益 之 部	
科 目	金 額	科 目	金 額
製水費用	\$ 14,555,909,056.09	水費收入	\$ 20,020,938,406.00
供水費用	6,372,288,815.24	水雜項收入	3,025,001,075.00
發電費用	104,989,471,351.16	電費收入	171,958,197,253.00
供電費用	17,031,402,749.64	電雜項收入	4,429,758,447.00
管理營業費用	45,263,977,474.76	非營業收入	2,964,407,241.28
財務費用	12,776,649,061.67	貼補收入	5,785,256,984.71
本期盈餘	7,193,860,898.43		
合 計	\$ 208,183,559,406.99	合 計	\$ 208,183,559,406.99

### 華豐糖瓷股份有限公司

#### 資產負債表

中華民國三十六年一月一日至十二月三十一日

資產類		細數	淨數	總數	負債類	細數	淨數	總數	
流動資產	現金		39,165,703.34		流動負債		2,010,193,837.33		
	活期存款		410,751,225.92			活期存款		1,409,434,030.97	
	應收票據		235,239,400.00			應收票據		1,406,828,376.00	
	應收帳項	8,652.52			應收帳項		2,928,776,503.57	7,755,292,747.87	
	預付帳項	1,859.87	6,792.65		應付帳項				
	存貨		18,671,937.11		固定負債		216.00	216.00	
	延預各資產		132,878,556.00						
	遞延各項		4,187,213,173.76						
			4,231,590,180.00	9,255,496,968.78	股本		4,200,000,000.00		
					公積金		19,381,509.23		
					公司下屬純益		1,425,864.72		
固定資產		2,835,529,041.30	2,850,838,989.63	總計		552,170,370.13	4,772,977,744.08		
房屋機器設備									
減：折舊準備	496,170,590.89		410,973,237.48						
	85,197,353.41								
其他資產									
存出外投資		7,661,512.06	10,961,512.06						
其他		3,300,000.00							
總計			12,528,270,707.95	總計			12,528,270,707.95		

華 豐 糖 瓷 股 份 有 限 公 司

損 益 計 算 書

中 華 民 國 三 十 六 年 一 月 一 日 至 十 二 月 三 十 一 日

損 益 科 目	金 額	
售 貨		18,378,436,264.40
售 貨 原 值		<u>15,461,065,278.37</u>
售 貨 毛 益		2,917,370,986.03
各 項 開 支		
管 理 費 用	685,211,237.11	
營 業 費 用	403,047,554.52	
財 務 費 用	<u>1,279,683,015.16</u>	2,367,941,806.79
減：雜項損益		<u>2,741,190.89</u>
本 屆 純 益		<u>552,170,370.13</u>

盈 餘 分 配 表

中 華 民 國 三 十 六 年 度

說 明	金 額	
本 屆 盈 餘		552,170,370.13
減：法定公積十分之一	55,217,037.01	
淨 額		496,953,333.12
加：上屆派剩盈餘		1,425,864.72
合 計 盈 餘		498,379,197.84
減：分派三十六年度股息一分		<u>420,000,000.00</u>
扣還三十五年度股息		17,500,000.00
派 剩 盈 餘(結轉下屆)		<u>60,879,197.84</u>
於繳納國稅後		

# 資本市場

「證券市場」 原名  
第一卷 第一期

## 專題論著

貨幣週轉速度與物價

方顯廷

我國幣制改革與證券市場

楊桂和

一年來之本國金融

勇龍桂

一年來之上海股市

吳羣敢

## 市場動態

## 市場動態

## 工商調查

統益紡織股份有限公司概況

上海棉紡業概況

## 外情介紹

美國股市蕭條的展望

吳羣敢

紐約證券市場會發生恐慌嗎

施定文

## 時論彙輯

## 經濟文網

## 參考資料

經濟改革方案實施辦法

商業會計法

市場公告

## 統計資料

民國三十六年度股市統計

民國三十六年度金融物價統計

民國三十六年度十二月份統計

民國三十六年度統計圖

# 資本市場

「證券市場」 原名  
第一卷 第二期

## 專題論著

法幣與歲虧

褚葆一

泛論中國的利率

吳承禧

抗戰以來我國外匯管理政策

祝百英

民國三十六年之我國對外貿易

壽進文

證交開業後至三十六年底各股

穆家驥

升降之比較

## 市場動態

## 市場動態

## 工商調查

中法藥房股份有限公司概況

勇龍桂

上海毛紡業概況

張明炯

## 外情介紹

紐約證券市場會發生恐慌嗎(下) 施定文

## 時論彙輯

## 參考資料

證交上市股票發行公司一覽表

市場公告

## 統計資料

民國三十七年度一月份統計

民國三十七年度四月份統計

(甲) 股市統計

# 表一 上海證券交易所股票行市指數

37年4月份

各股皆以35年9月15日至28日每日平均=100

時期	總指數	永 紗	信 和	美 亞	新 光	景 福	勤 興	永 公
35年								
10月	110	113	113	97	92	97	85	87
11月	83	87	91	65	68	65	58	63
12月	74	78	76	45	52	47	40	53
36年								
1月	99	111	91	50	67	63	50	64
2月	213	245	175	97	106	137	111	125
3月	356	404	298	174	245	253	193	224
4月	511	545	497	333	408	430	254	411
5月	903	944	962	756	800	682	584	714
6月	965	1053	911	655	933	636	483	540
7月	1244	1521	1110	444	879	751	456	746
8月	1399	1649	917	716	737	590	350	807
9月	1480	1787	927	720	761	578	330	804
10月	1816	2220	1145	912	883	672	446	增資
11月	1990	2442	1197	946	890	694	400	865
12月	2581	3122	1732	1305	1466	1259	767	1266
37年								
1月	4447	5290	2766	2255	2633	2363	1777	2136
2月	5041	6014	2897	2424	3179	2983	2266	2236
3月	9046	11086	5172	5132	5606	5312	3883	3918
4月								
第 1 週	11097	12509	5399	增	5264	增	4122	4483
第 2 週	11973	13397	5413		增		4132	4363
第 3 週	12737	14193	5501				4153	4433
第 4 週	13670	15109	5620		資		3764	4527
本月平均	11915	13330	5376	資	5118	資	3960	4352

## 上海證券交易所華股行市總指數編製說明：

- (一)本指數係根據永紗、信和、美亞、新光、景福、勤興及永公七種股票每日前市現貨收盤行市加權編製而成。
- (二)本指數採用加權綜合法。權數之分配根據各股成交金額之多寡而定各股權數如下：  
永紗70% 信和10% 美亞7% 新光5% 景福4.5% 勤興2% 永公1.5%
- (三)本指數以民國三十五年九月十六日至二十八日為基期，基數等於一〇〇。
- (四)本指數所包含各股個別指數增資後之計算，原則係先調整基期舊股折成新股之價格然後按實計算。其計算方法以永紗例示如下：  
永紗係於民國三十六年七月十七日停市。其增資辦法為一張變五十股，其中廠方贈送二十四股，股東認繳二十五股。增資後指數之計算，即以該股停市前一天之前市現貨收盤行市折合新股行市並依該日行市指數推算其基期價格。例如永紗三十六年七月十六日前市現貨收盤行市為九、三〇〇元，合成新股為九一元則基期之新股折合價應自下式得出：  

$$[9300 + 250(\text{每股所認繳金額})] \div 50 = 191$$

$$191 : x = 1400(\text{由9300元算出之指數}) : 100$$

$$x = 13.64$$
永紗增資後行市指數之計算，即以13.64作為100。其餘各股增資後換算法均與此相同。



# 上海證券交易所股票行市

37年4月份

單位：每股元

股票名稱	第一週(5日—10日)			第二週(12日—17日)			第三週(19日—24日)			第四週(26日—5月1日)			
	最高	最低	平均	最高	最低	平均	最高	最低	平均	最高	最低	平均	
大通紗廠	640	500	584	600	560	578	600	570	586	620	590	602	
中紡紗廠	增		資	增		資	增		資	增		資	
永安紗廠	現貨	1,960	1,407	1,646	1,865	1,758	1,814	2,035	1,885	1,936	2,140	1,983	2,061
	遞交	1,760	1,441	1,557									
信和紗廠	現貨	820	599	713	760	680	715	780	705	727	775	705	743
	遞交	735	607.5	658									
統益紗廠	552	405	474	490	455	468	520	465	478	545	490	523	
榮豐紗廠	475	357	426	445	405	419	445	408	422	465	420	438	
恆豐紗廠	500	340	425	445	410	431	460	440	446	420	390	403	
中國內衣	增		資	增		資	增		資	增		資	
新光內衣	現貨	220	154.7	187									
	遞交	163	160	162	增		資	增		資	增		資
景福衫襪	現貨	增		資	增		資	增		資	增		資
	遞交												
景綸衫襪	128	89.2	110	114	102	107	116	103	106	105	99	102	
勤興衫襪	現貨	179	119	163	167	146	153	167	150	155	145	135	140
	遞交	129	122.4	126									
五和織造	增		資	增		資	增		資	增		資	
美亞織綢	現貨	增		資	增		資	增		資	增		資
	遞交												
中國絲業	5,700	4,050	5,055	5,320	5,000	5,162	5,665	4,950	5,161	5,500	4,950	5,283	
新亞藥廠	增		資	增		資	增		資	增		資	
信誼藥廠	260	180	224	235	199.7	210	220	180	195	190	185	183	
大中華火柴	1,150	790.5	982	950	905	924	1,020	935	969	1,060	1,000	1,302	
華豐搪瓷	現貨	增		資	增		資	增		資	增		資
	遞交												
中國水泥	820	600	749	760	730	743	839.5	730	773	760	710	735	
九福製藥	增		資	增		資	增		資	增		資	
中法藥房	370	259	315	325	285	300	320	285	296	307	275	290	
華新水泥	272.5	215	251	240	215	223	240	190	213	215	200	205	
永業地產	26,355	21,780	24,032	23,800	23,800	23,800	28,000	26,000	26,795	30,000	26,000	28,200	
聯華地產	2,875	2,400	2,592	2,600	2,600	2,600	2,990	2,990	2,990	—	—	—	
永安公司	現貨	680	510	597	620	550	581	640	565	590	615	600	603
	遞交	—	—	—									
麗安百貨	96	65	80	84	71	77	82	73	76	76	69	73	
國貨公司	97	68	82	83	73	77	82	74	76	98.4	70	77	
新華百貨	96	65	81	85	72	77	84	74	77	75	70	72	
商務印書館	720	525	636	645	575	603	660	585	612	630	595	613	
開北水電	470	335	413	415	385	395	430	370	392	405	370	388	
中興輪船	—	—	—	—	—	—	1,300	1,300	1,300	—	—	—	

說明：(1) 本表所列最高最低行市均以市收盤行市為準  
 (2) 本表所列平均行市為每週各日市收盤行市之平均數  
 (3) 「—」表示當週無行市  
 (4) 本月八日起遞交停止

表三 上海證券交易所股票成交數量(每週總額)

37年4月份

單位：千股

日期	大通紗廠		中紡紗廠		永安紗廠		信和紗廠		純益紗廠		榮豐紗廠		恆豐紗廠		中國內衣		新光內衣		景福衫襪		景綸衫襪		勤興衫襪		五和織造		美亞織綢	
	現貨	遞交	現貨	遞交	現貨	遞交	現貨	遞交	現貨	遞交	現貨	遞交	現貨	遞交	現貨	遞交	現貨	遞交	現貨	遞交	現貨	遞交	現貨	遞交	現貨	遞交	現貨	遞交
第一週 (1日-3日)	1,200	增	739,400	825,100	60,600	41,150	4,400	16,550	1,200	453,500	63,100	增	62,200	181,100	27,700	增	138,000	588,000	4,300	增	1,684,403	957,050						
第二週 (5日-10日)	1,450		1,341,000	57,300	143,850	5,200	46,650	84,000	5,700	309,200	2,200		138,000	588,000			138,000	588,000			3,333,046	69,000						
第三週 (12日-17日)	3,050		930,000		83,000		13,850	30,200	700	增		72,600	373,600				72,600	373,600			1,846,242							
第四週 (19日-24日)	2,450		911,100		98,200		22,400	34,150	1,400			95,800	391,650				95,800	391,650			1,978,911							
第五週 (26日-30日)	1,100		705,000		67,850		36,200	27,650	400	實		71,200	196,800				71,200	196,800			1,461,615							
本月總額	9,250	實	4,626,500	882,400	453,500	46,350	123,500	192,550	9,400	762,700	65,300	實	439,800	1,731,150	32,200	實	439,800	1,731,150			10,304,217	1,026,050						
第一週 (1日-3日)	670	增	—	2,350	—	50	22,000	2,700	33	7,600	22,500	27,900	48,900	5,150	24,400	—	1,684,403	957,050										
第二週 (5日-10日)	3,095		4,000	8,750	1,100	54,500	3,400	113,400	136,400	24,300	113,400	136,400	243,800	28,000	54,400	—	3,333,046	69,000										
第三週 (12日-17日)	1,980		2,200	4,550	1,700	34,450	2,000	31,900	73,900	11,600	31,900	73,900	133,200	15,250	26,500	—	1,846,242											
第四週 (19日-24日)	2,195		7,600	5,050	500	34,950	31,000	32,900	80,600	8,500	32,900	80,600	168,600	18,050	31,700	100	1,978,911											
第五週 (26日-30日)	2,745		3,400	6,200	650	30,900	5,900	18,900	105,800	9,500	18,900	105,800	127,200	13,100	31,100	—	1,461,615											
本月總額	10,685	實	17,200	26,900	4,000	176,800	45,000	72	60	61,500	219,600	424,600	721,700	79,550	168,100	100	10,304,217	1,026,050										

本月八日起遞交停止

表四 上海證券交易所股票交易金額

37年4月份

單位百萬元

時 期	成 交 金 額			交 割 金 額			內 轉 帳		
	現 交	遞 交	合 計	現 交	遞 交	合 計	現 交	遞 交	合 計
35年 9月	70,390		70,390	21,528		21,528	7,570		7,570
10月	187,460		187,460	50,053		50,053	21,771		21,771
11月	126,432	52,871	179,303	32,267	5,400	37,667	21,266	2,983	24,249
12月	125,972	150,572	276,544	40,364	23,586	63,950	33,099	18,259	51,358
36年 1月	109,436	129,017	238,453	40,914	30,915	71,829	42,142	23,191	65,333
2月	449,984	540,976	990,960	105,911	73,236	179,147	271,318	94,376	365,694
3月	607,665	1,344,308	1,951,973	227,001	193,096	420,097	161,453	151,000	312,453
4月	737,942	2,666,041	3,403,983	353,022	276,449	629,471	81,630	222,032	303,662
5月	1,243,668	3,473,108	4,716,776	647,813	590,796	1,238,609	137,939	358,154	496,094
6月	718,796	2,000,137	2,718,933	418,973	358,699	777,672	111,941	241,604	353,545
7月	862,370	1,960,261	2,822,631	372,803	321,780	694,583	190,884	320,728	511,612
8月	748,767	1,305,870	2,054,637	294,003	160,066	454,069	242,987	398,339	641,326
9月	1,000,289	1,422,462	2,422,741	337,522	138,647	476,169	326,682	487,417	814,099
10月	1,584,490	1,894,074	3,478,564	509,015	172,915	681,930	428,137	663,886	1,092,023
11月	1,720,026	2,075,991	3,796,017	527,634	339,760	867,394	446,585	730,149	1,176,734
12月	2,582,082	2,607,602	5,189,684	688,191	551,156	1,239,347	663,303	852,434	1,515,737
37年 1月	4,667,237	3,466,935	8,134,172	1,197,967	226,817	1,424,794	1,208,358	1,320,481	2,528,839
2月	4,707,296	2,748,695	7,455,991	1,227,892	150,184	1,378,076	1,383,621	1,364,884	2,748,505
3月	13,185,519	16,720,002	29,905,521	3,083,566	606,592	3,690,158	26,266,296	38,846,732	65,113,028
4月第一週 (1日—3日)	1,860,462	2,077,680	3,938,142	452,092	147,503	599,595	709,756	1,182,186	1,891,942
第二週 (5日—10日)	3,575,932	134,401	3,710,333	793,319	97,851	891,170	1,160,353	46,412	1,205,765
第三週 (12日—17日)	2,484,745		2,484,745	523,795		523,795	1,014,325		1,014,325
第四週 (19日—24日)	2,279,977		2,279,977	491,672		491,672	900,946		900,946
第五週 (26日—30日)	1,964,941		1,964,941	474,704		474,704	786,936		786,936
本月份總額	12,166,057	2,212,081	14,378,138	2,735,582	245,354	2,980,935	4,572,316	1,228,598	5,800,914

本月八日起遞交停止

表五 上海重要外股行市

37年4月份

單位每股千元

股票名稱	第一週(日5-10日)			第二週(12日-17日)			第三週(19日-24日)			第四週(26日-5月1日)		
	最高	最低	平均	最高	最低	平均	最高	最低	平均	最高	最低	平均
怡和紗廠	2,510	1,830	2,283	2,690	2,420	2,518	2,950	2,730	2,847	3,780	3,200	3,437
英聯船塢	3,100	2,440	2,878	3,150	2,930	3,042	3,500	3,260	3,375	4,270	3,700	3,953
會德豐	6,100	4,800	5,642	6,300	5,800	5,930	6,700	6,350	6,500	7,950	7,300	7,587
業廣地產	710	560	658	690	610	640	720	690	705	860	780	818
怡和啤酒	700	510	633	680	615	642	720	660	679	825	735	771

說明：(1)本表所列最高最低行市，均以每日新聞報商情表外股賣價為準。

(2)本表所列平均行市為每日賣價之平均數。

表六 上海重要外股行市指數

37年4月份

各股皆以民國35年9月16日至28日平均行市=100

時 期	總 指 數	怡 紗	英 聯	業 廣	會 德 豐	怡 啤
37年4月第一週 (5日—10日)	26,007	25,935	26,488	16,562	33,482	29,213
第二週 (12日—17日)	27,201	28,604	27,991	16,101	35,486	27,872
第三週 (19日—24日)	29,848	32,333	31,058	17,736	38,576	29,540
第四週 (26日—5月1日)	34,742	39,035	35,537	20,587	45,025	33,527
本月份平均	27,700	29,118	28,538	16,800	36,022	28,358

說明：(1)個別指數係根據每日新聞報商情表之外股賣價所編製者，而以民國35年9月16日至28日兩星期之平均行市為基數，俾便與華股總指數相比較。

(2)總指數則為上列五種外股個別指數之平均值。

民國三十七年度四月份統計

(乙) 金融物價統計

表一 上海外匯行情變動

日期	美 匯 每美元合國幣元			英 匯 每英鎊合國幣元			港 匯 每港元合國幣元			印 匯 每羅比合國幣元		
	(1) 官價	(2) 基準價	(3) 指定銀行實價	(1) 官價	(2) 基準價	(3) 指定銀行實價	(1) 官價	(2) 基準價	(3) 指定銀行實價	(1) 官價	(2) 基準價	(3) 指定銀行實價
36年												
8月17日	12,000	—	—	48,000	—	—	3,000	—	—	3,600	—	—
18日	12,000	39,000	39,500	48,000	124,800	126,400	3,000	7,800	7,950	3,600	9,360	9,550
21日	12,000	38,500	39,000	48,000	123,200	125,200	3,000	7,700	7,850	3,600	9,240	9,400
23日	12,000	38,500	39,000	48,000	120,000	122,000	3,000	7,500	7,650	3,600	9,000	9,150
29日	12,000	38,500	39,000	48,000	117,000	118,500	3,000	7,312.5	7,462.5	3,600	8,775	8,900
30日	12,000	38,500	39,000	48,000	115,000	116,500	3,000	7,182.5	7,302.5	3,600	8,620	8,745
9月1日	12,000	38,500	39,000	48,000	115,000	116,500	3,000	7,187.5	7,302.5	3,600	8,620	8,745
3日	12,000	38,000	38,500	48,000	113,000	114,500	3,000	7,062.5	7,212.5	3,600	8,475	8,600
6日	12,000	40,000	40,500	48,000	118,000	119,500	3,000	7,375	7,525	3,600	8,850	8,925
9日	12,000	40,000	40,500	48,000	120,000	121,500	3,000	7,500	7,650	3,600	9,000	9,150
11日	12,000	40,500	41,000	48,000	120,000	121,500	3,000	7,500	7,650	3,600	9,000	9,150
12日	12,000	40,500	41,000	48,000	122,000	123,500	3,000	7,625	7,775	3,600	9,150	9,300
16日	12,000	40,500	41,000	48,000	120,000	121,500	3,000	7,500	7,650	3,600	9,000	9,150
13日	12,000	42,500	43,000	48,000	125,000	126,500	3,000	7,779.95	7,962.5	3,600	9,358.72	9,525
26日	12,000	46,000	46,500	48,000	135,000	136,500	3,000	8,402.34	8,587.5	3,600	10,107.42	10,275
29日	12,000	49,000	50,100	48,000	146,000	147,800	3,000	9,086.98	9,285.98	3,600	10,950.99	11,150.99
10月1日	12,000	49,500	50,100	48,000	146,000	147,800	3,000	9,086.98	9,286.98	3,600	10,950.99	11,150.99
9日	12,000	55,300	56,000	48,000	163,000	165,000	3,000	10,145.05	10,445.05	3,600	12,203.37	12,503.37
24日	12,000	55,000	55,700	48,000	165,000	167,000	3,000	10,269.53	10,569.53	3,600	12,353.52	12,635.52
11月1日	12,000	55,000	55,700	48,000	172,000	174,000	3,000	10,705.21	11,005.21	3,600	12,877.01	13,177.01
4日	12,000	59,500	60,300	48,000	187,000	189,500	3,000	11,638.80	11,938.80	3,600	14,000.65	14,300.65
7日	12,000	59,500	60,300	48,000	182,000	184,500	3,000	11,327.60	11,627.60	3,600	13,626.32	13,926.32
18日	12,000	59,500	60,300	48,000	188,000	190,500	3,000	11,701.04	12,001.04	3,600	14,075.52	14,375.52
20日	12,000	64,500	65,300	48,000	197,000	199,500	3,000	12,261.20	12,561.20	3,600	14,749.35	15,049.35
25日	12,000	73,000	74,000	48,000	225,000	228,000	3,000	14,003.91	14,303.91	3,600	16,845.70	17,145.70
12月19日	12,000	83,000	84,000	48,000	295,000	262,000	3,000	16,120.05	16,420.05	3,600	19,391.28	19,691.28
23日	12,000	83,000	84,000	48,000	270,000	273,000	3,000	16,804.69	17,104.69	3,600	20,214.84	20,514.84
30日	12,000	89,000	90,000	48,000	290,000	293,000	3,000	18,049.48	18,349.48	3,600	21,712.48	22,012.48
37年												
1月12日	12,000	113,500	115,000	48,000	375,000	380,000	3,000	23,339.84	23,639	3,600	28,076.17	28,376
27日	12,000	119,500	121,000	48,000	375,000	380,000	3,000	23,339.84	23,639	3,600	28,076.17	28,376
31日	12,000	119,500	121,000	48,000	375,000	380,000	3,000	23,339.84	23,639	3,600	28,076.17	28,376
2月3日	12,000	131,500	133,000	48,000	413,000	418,000	3,000	25,704.95	26,105	3,600	30,921.22	31,322
12日	12,000	135,500	136,000	48,000	413,000	418,000	3,000	25,704.95	26,105	3,600	30,921.22	31,322
20日	12,000	149,000	151,000	48,000	447,000	453,000	3,000	27,821.09	28,221	3,600	33,466.80	33,866
3月9日	12,000	195,000	197,500	48,000	585,000	592,500	3,000	36,410.15	37,100	3,600	43,798.83	44,500
17日	12,000	255,000	253,500	48,000	765,000	775,500	3,000	47,613.28	48,500	3,600	57,275.39	58,100
4月6日	12,000	324,000	328,000	48,000	972,000	984,500	3,000	60,496.88	61,500	3,600	72,773.44	73,750

表二 香港申匯美元及黃金行情

各價均以收盤行市為準

時 期	申 匯 單位：每百萬元法幣 合港元	美 元 單位：美元一元合港幣元			黃 金 單位：每兩港元	
		電 匯	匯 票	現 鈔		
四 月 份 第 一 週	高	9.8	5.92	5.86	5.76	337.5
	最 低	8.5	5.70	5.76	5.71	319.5
	平 均	8.9	5.79	5.82	5.73	331.9
第 二 週	高	8.9	5.82	5.76	5.67	341
	最 低	8.4	5.74	5.65	5.63	331
	平 均	8.76	5.76	5.70	5.65	335
第 三 週	高	8.1	5.80	5.76	5.72	338
	最 低	7.3	5.76	5.70	5.64	327.5
	平 均	7.78	5.78	5.73	5.69	335.2
第 四 週	高	7.3	5.77	5.73	5.65	337
	最 低	6.8	5.70	5.71	5.60	331.5
	平 均	7.1	5.75	5.72	5.63	335.3

表三 上海利率行情

時 期	暗 息 (每元月息)	錢 業 公 會 同 業 日 拆 (每千元月息)	商 業 銀 行 放 款 日 拆 (每千元日息)	
四 月 份 第 一 週	高	0.26	6.00	8.00
	最 低	0.25	6.00	8.00
	平 均	0.257	6.00	8.00
第 二 週	高	0.27	6.00	8.00
	最 低	0.25	6.00	8.00
	平 均	0.258	6.00	8.00
第 三 週	高	0.27	6.00	8.00
	最 低	0.26	6.00	8.00
	平 均	0.265	6.00	8.00
第 四 週	高	0.27	6.00	8.00
	最 低	0.25	6.00	8.00
	平 均	0.255	6.00	8.00

表四 上海票據交換所票據交換數額(各週每日平均)

時 期	票 據 交 換		退 票			
	張 數	金 額 十 億 元	張 數	金 額 十 億 元	張 數 佔 總張數%	金額佔 總金額%
37年 1月第1週平均每天	210,039	6,208	4,488	60	2.1	0.96
第2週平均每天	203,330	6,386	5,260	141	2.6	2.2
第3週平均每天	179,625	5,432	4,203	73	2.3	1.3
第4週平均每天	176,306	5,784	3,844	53	2.1	0.91
2月第1週平均每天	192,289	6,381	4,515	78	2.3	1.2
第2週平均每天	67,146	2,153	1,746	21	2.6	0.97
第3週平均每天	115,627	5,629	1,958	26	1.7	0.46
第4週平均每天	192,532	9,882	2,743	69	1.4	0.69
3月第1週平均每天	197,960	10,720	3,010	86	1.5	0.80
第2週平均每天	216,161	12,448	3,458	125	1.6	1.00
第3週平均每天	213,678	12,844	5,248	260	2.4	2.02
第4週平均每天	200,499	12,483	5,153	280	2.5	2.32
第5週平均每天	216,068	13,693	4,107	124	1.8	0.90
4月第1週平均每天	212,580	15,194	2,856	87	1.3	0.50
第2週平均每天	214,225	17,131	2,684	85	1.3	0.41
第3週平均每天	220,263	18,261	2,809	95	1.2	0.52
第4週平均每天	227,149	19,893	2,828	90	1.2	0.45

表五 上海票據交換四行兩局一庫軋差數額

單位：億元

日 期	差 進	差 出	淨差進(+)或 淨差出(-)
36年 7月總計淨差			- 1,207
8月總計淨差			- 701
9月總計淨差			+ 4,448
10月總計淨差			+ 413
11月總計淨差			+ 522
12月總計淨差			+22,167
37年 1月總計淨差			+25,689
2月總計淨差			+45,836
3月總計淨差			+41,216
4月總計淨差			+26,321
3月1日—6日	11,999	—	
8日—13日	7,712	—	
15日—20日	10,393	—	
22日—27日	8,693	—	
29日—31日	2,419	—	
4月1日—3日	—	8,658	
5日—10日	5,587	—	
12日—17日	11,486	—	
19日—24日	4,482	—	
26日—30日	13,424	—	



表六 上海批發物價指數

簡單幾何平均

民國二十五年=1

按用途分類  
本表列數單位：萬

	食物類	紡織品類	金屬類	建築材料類	化學品類	燃料類	雜項類	總指數
民國三十五年	0.4070	0.4974	0.5733	0.6907	0.8088	0.7483	0.4258	0.5199
三十六年	2.901	3.653	5.572	4.948	7.800	4.993	3.767	4.025
三十六年 七月	3.379	4.390	6.016	5.892	9.144	5.205	4.467	4.656
八月	3.697	4.541	6.236	5.582	9.244	5.691	4.759	4.892
九月	4.334	5.576	7.439	6.337	13.12	8.114	6.156	6.052
十月	6.066	8.567	14.05	10.61	24.26	13.70	8.998	9.481
十一月	6.935	10.39	17.72	12.36	25.71	15.03	10.36	11.00
十二月	9.014	12.8	22.51	15.64	30.97	17.30	13.30	13.81
三十七年 一月	13.84	16.11	28.53	20.78	37.84	23.80	18.00	18.83
二月	20.76	20.51	33.96	23.90	41.08	29.16	24.93	24.62
三月	31.99	41.53	68.85	46.57	65.52	42.96	41.80	42.61
四月	39.73	54.28	77.07	56.86	68.70	47.44	48.03	51.07
四月 第一週	37.05	52.73	74.76	57.25	68.49	47.59	48.18	49.40
第二週	38.61	53.67	75.29	55.61	70.43	47.24	47.05	50.25
第三週	41.76	55.04	78.79	57.19	67.73	47.53	48.28	52.13
第四週	41.72	56.79	79.56	57.38	68.17	47.33	48.64	52.58

編製機關：中國經濟研究所

表七 上海重要物品躉售價格

37年4月份

單位：萬元

貨品	單位	第一週 (5日-10日)			第二週 (12日-17日)			第三週 (19日-24日)			第四週 (26日-5月1日)		
		最高	最低	平均	最高	最低	平均	最高	最低	平均	最高	最低	平均
廿支雙馬	包	14,800	11,600	12,950	13,500	12,400	12,883	14,400	13,400	13,900	15,000	14,100	14,583
十二磅龍頭細布	疋	494	437	466	484	471	478	502	486	493	505	490	500
120東洋人造絲	担	24,500	19,100	22,625	23,600	22,600	23,067	24,500	23,100	23,650	29,400	24,700	26,833
上等白粳米	石	400	360	402	375	365	372	380	368	374	395	380	374
焦作煤塊	噸	1,500	1,400	1,458	1,700	1,500	1,566	1,700	1,700	1,700	1,800	1,800	1,800
青島吉桶生油	担	980	887	947	990	935	963	1,020	955	986	1,010	980	993

# 徵稿簡約

- 一、本刊稿件除由本所供給外，專題論著、專訪特寫、外情介紹及市場掌故等欄，歡迎外稿。
- 二、每稿字數以不超過五千字為原則，但確有需要者或特約稿件，不在此限。
- 三、稿件請用有格稿紙繕寫清楚，并加標點。
- 四、譯稿請附寄原文或註明出處。
- 五、筆名得由作者自擇，但稿末須註明真實姓名及通訊地址。
- 六、凡在本刊登載之稿件，未經本刊同意者，不得在他處發表。
- 七、本刊編者對來稿有刪改權，不願者請預為聲明。
- 八、賜稿無論登載與否，概不奉還。如投稿人希望退回，請預先聲明。
- 九、賜稿一經登載，當即從優致酬。
- 十、賜稿請寄上海漢口路四二二號上海證券交易所調查研究處

中華民國三十七年五月出版

編輯者 上海證券交易所  
調查研究處

發行者 上海證券交易所

總經理者 黎明書局  
上海福州路二五四號  
電話：九六四七九號

印刷者 六聯印刷公司  
周家嘴路一〇二〇號  
電話：五二一八一號

零售 每冊拾萬元

## 廣告刊例

廣告地位	每	期	價	目
封面裏頁	全頁	套色壹仟伍百萬元	單色壹仟貳百萬元	
封底及封底裏頁	半頁	套色柒百萬元	單色陸百萬元	
普通地位	全頁	壹仟萬元	肆百萬元	
	半頁	陸百萬元	肆百萬元	
封套全頁	面議			

# 光華銀行

★利息特優★

★七日一期★

優利  
短期  
存款

★隨時收受★

★百萬起存★

甯波路一二一號 · 電話二〇二四二六四

# 盈豐棉布莊

招待周到  
售價克己

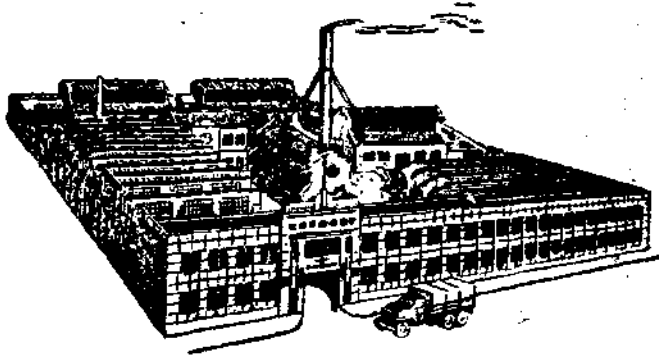
專營批發  
花色衆多

◀ 棉布業的薄利先鋒 ▶

地址：福建中路十號至二十號  
電話：九三五七一

# 飛輪牌 木紗團

自製 自染 自拼  
木蕊



中國最優良製線廠出品  
總管理處發行所 上海南京路一七九號 電話三二五三〇二〇四

內政部登記證警港字第六三五號

## 大上海窯業廠

窯業之新軍  
工業的保母

採用新的方法  
新的技術  
堅固耐用  
出品風行全滬

歡迎定購  
交貨迅速

一九四八年新的貢獻

砂  
磚

煉鋼業公認最理想的國產品

出品種類：

磚	火
坭	坭
料	火耐
器	陶酸耐

製造廠：

長甯路盧薛宅第三一號

事務所：

鳳陽路五七一弄二六號

電話：

三八四三六

零售每冊國幣拾萬元