

資本市場

原名「證券市場」

第一卷 第六期

專題論著

運用短期庫券之意義……………祝百英(一)

國庫券上市後應改進之問題……………郭家麟(五)

證券投資事業往那裏去……………王雄華(一〇)

市况分析……………(一三)

市場動態……………(一五)

工商調查

新亞化學製藥股份有限公司概況……………(二一)

上海火柴工業概況……………(二三)

證券實務

經營證券之研究(下)……………湯心儀(三一)

外情介紹

三十年來的國際資本市場(一)……………吳羣敢(三九)

時論彙輯

外匯結匯辦法變更的前後……………(四五)

上海工業現狀與出路……………(七一)

參考資料

三十七年短期國庫券上市辦法……………(七六)

市場公告……………(七六)

統計資料

民國三十七年五月份統計

(總第六號)

民國三十七年六月出版

國立中央圖書館

NATIONAL CENTRAL LIBRARY

上海證券交易所研究編印

請訂閱

全國唯一金融

經濟專門性日報

上海金融日報

金融消息迅速正確

經濟新聞特別詳細

每日清晨專差遞送

工商各界不可不看

|| 主要內容： ||

上海金融市場

每日銀根張弛詳情，華股外股公債市況，外匯及內匯市場動態，國家銀行及商業行莊業務，報導最詳細，數字最可靠。

上海商品市場

分食物，燃料，衣着，建築材料，日用品，出口品，化學品，文化品等八大類，行情最正確，敘述最清楚。

上海對外貿易

進出口管制法令，出口物資產銷情形，進口貨物運銷情形，英美及香港市場介紹，內容豐富，不厭求詳。

上海工業新聞

全國工業協會函電公告，上海工業協會函電公告，各廠商設備及出品介紹，工業消息，搜羅最翔盡。

社址：上海九江路一五〇號五〇一室 電話：一四三三五
發行所：上海九江路三三號 電話：一二五七〇分機八〇

專題論著

運用短期庫券之意義

祝百英

一 事實

短期庫券的發行，依「短期國庫券條例」第一條的規定，是「為調節金融吸收游資」。在發行之初，原由中央銀行直接出售，買戶向中央銀行或其委託者價購，沒有公開市場存在。對於這一點，頗多討論。後來，庫券正式在證券交易所上市。前後情形，迥然不同。上市前後短期庫券銷售的情形，中央銀行拋售的可能，以及運用折扣掛牌對於吸收資金所能獲得的結果，是人人皆曉之事實。政府曾經設計並推行過多種證券，其成效都沒有像這次短期庫券那樣廣大，這不是簡單的原因，而是有深刻的意義存在其間。事實本身自屬簡單明瞭，人人皆見，而含義却是十分複雜，值得加以澈底研究。

二 吸收游資的可能手段

從原則上講，根據各國的經驗，政府為調節金融吸收游資，其可能手段頗多，政府發行證券，是手段的重要種類之一。在各種證券中，公債是最普遍的一種。政府發行公債，收回通貨，其利息負擔不高，而吸住的資金相當長期，這本是最理想的手段。公債之能獲吸收游資調節金融之效，是在乎公債之有利。我國目前的情形却截然不同。

現在市上政府公債之受熱中買賣者，就是幾種統一公債。這統一公債的票面值和市價的相差，嚴格言之，是沒有法子可以說明的。公債面值和市價之差，祇能是由於利息，而現在統一公債市價之高，已遠離面值過甚。迄今，法律上並不能有這樣高漲的根據。市場心理是出於一種期望式的觀念，認為這代表戰前法幣的公債，政府不能以一對一清理之，雖然政府曾經幾次聲明以一對一償還之。這樣的流行觀念，使人們羣趨統一公債若鶩。其他公債並不能享受這種幸運。倘若目前政府再發行公債，依照一般慣例，規定利息和較長的期限，其推行障礙將是雙重的。法幣是在不斷貶值和跌價。公債若欲推銷，需要利息高昂，這對政府發生許多困難。新公債若是高利，則舊公債又如何，其他已發公債將如何，這是不得不考慮的。而且利息不僅關係公債，還關係其他方面。國家銀行各種存放利息，應是公債利息的限度，所以公債利息不能過高。若是如此，則新公債必將無人過問，因為游資決不會趨向於這樣低利的投放的，此其一。公債為期必然較長，總得在一年以上，依慣例不能有複利計算方法，這使有資者決不願將資金呆滯為這樣長期的證券中，此其二。這兩重障礙是無法打破的。

可能的解救之道未始沒有，折扣發行是方法之一。且不說公債以折扣發行，是自毀公債信用，影響公債制度和信用過甚

，即使真的折扣發行，其銷路還是成問題的，原因就在期限。公債之為較長期，就把折扣所能形成的利益，完全抵消。所以折扣發行的道路是不通的。另一個方法就是發行如美金庫券和美金公債之類以外幣為單位的公債，使價值會依匯價而變動。這種以外幣為單位的證券的發行，包含若干困難。倘若公債須以外幣償還，未免消耗外匯資源過甚。如果償還手段不是外幣，而是以外幣折算成國幣，則關鍵全在折算所根據的匯率，匯率是變動的。不過政府所能根據的匯率不能是暗率，亦不能是完全公開的市率，必須是某種的官率。像基準率，曾經充作外幣單位證券的計算根據。可是這一基準率的變動，是另有變動的原則和標準的，因之其利益不一定和投資公債者相符合。基準率常可相當時期不變，在公債到期付息或還本之時，可以正好多時未變。像基準率這樣的匯率，其變動是很不平勻的，何況它的變動尚有許多其他顧忌。如此，則對公債的利益就很大成問題了。美金庫券之未能盡如人心的暢銷，就是這個原故。可是美金庫券，還是短期的證券，尚且如此，何況時期較長的公債。所以，這一方式，亦不是通道。

如果公債欲利用證券市場的便利，令其上市，以吸引大買，其危險就在這匯率上。倘若公債上市，居然大漲大落起來，是否需要加以限制？如果不加限制，其不斷下落，自是不堪設想，完全失去調整金融和吸收游資之效，但是萬一亦像統一公債那樣漲起來，又如何呢？這簡直都是無法收拾的結果。

因之，在現狀下，企圖運用公債，以收吸收游資調節金融之效，是此路不通的。

不運用證券，而運用如同業定期存款的方法，未始不是一種出路。這已經實行了好久。這種定存的第一缺點，就是祇限於銀錢行莊。銀錢行莊並不是游資所在。定存的真正作用，是

把行莊未能貸出的多餘資金，免致「爛」在行莊內得不到利息，以致造成損失，而轉存之于中央銀行；或把較少利的投放不做，將款轉存于中央銀行，因為定存以一週為期，利息是相當高昂的。所以，定存可以說是行莊資金之最後收借者，是能夠裨益於行莊的，但是其受益僅限於行莊，非他業所能沾潤。這樣，範圍究竟不廣。至於說是行莊有此資金出路，或者足以轉而吸收國外游資進入行莊，藉此間接吸收游資之效，這完全是理想，因為行莊的存息，都不足以引起游資的興趣的。因之，定存自有作用，但是達不到吸收游資調節金融的廣泛目的。

根據上述對於公債和定存的分析，不難明白見到，在現階段中，吸收游資調節金融的主要難題，是在乎：（一）法幣在不斷貶值和跌價，資金運用的利益，必須相當優厚，足以追蹤幣價下落的程度；（二）資金運用期限必須短促，不能受較長期的呆滯；（三）一方面游資雖充斥，另一方面資金還感缺乏，所以資金的運用必須能投放與退出相當靈活，不能受凍結，而需要保持相當活動性。這些本來是不正常的現象，甚至可以說是不應有的現象。但是事實是如此。譬如說成年人不應患熱疹，可是竟然患了，不能說以其不應有此病，就不承認已患此病。承認現實，還得請醫生依照熱疹方法對症下藥才對。

三 短期庫券的特性

短期庫券，以國幣為計算單位，如果設計並運用得宜，却可以相當適合上述的條件。

短期庫券在美國原已有之，其形式是政府對信用市場所作的一種預借的支出行為。在美國短期庫券是於星期一發行，由銀行購買，為的是政府一時收支不敷，先行借貸，而以未來收入的捐稅作償還根據。我們「短期國庫券條例」第七條上說

：「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」。這是預借支出的形式。不過這是很難嚴格執行的。庫券本息要能依靠稅收填補，則不僅發行數額將大受限制，其吸收游資調節金融的目的亦難以達到。而且若欲如此，則必須以財政收支能夠相當平衡為前提，否則就沒有這許多稅收可供挹注。所以，後來中央銀行負責方面表示，再貼現所取得的利益，將供償還庫券之需。這顯然是承認現實。

像美國那樣的運用短期庫券，在此時此地，顯然不可能達成目的和獲致效果。

但是短期庫券的特點是期限很短，並且由於折扣發行，則利益頗高。現在資金市場的三種特殊要求，短期庫券已可滿足兩種。條例第五條載明：「本國庫券授權中央銀行在公開市場發行」。這應該是解決資金市場三種特殊要求的「活動性」的最好方式。

短期庫券的發行及買賣，依頒布的條例，可能直接由中央銀行主持經營。一如美金短期庫券一般，由中央銀行發賣，此外無正式市場存在。券額規定為「一千萬元、五千萬元、一億元、五億元、十億元五種」（第三條），原意是在吸收較巨額的資金。條例頒布之初，若干方面曾主張添加券額最低值至數百萬元，這原是一個進退兩難之點。為吸收巨額游資，而不搜求細小資金，則券額自不必過低。但是巨額游資要求高度活動性，倘若發行限於中央銀行發賣，則券額較低，容易招徠人們去過問，然而這又有和普通銀行的特種存款，如星期儲蓄存款等，爭一席短長之嫌，而且這樣吸收攏來的資金，主要的亦不是游資。所以中央銀行直接發行或委託他行發行的方式，並非不可行，而是效果不大，意義迥異，難以達到第一條所定的目

的。真正能夠發生的作用，祇是在乎利益尚高而已。若說期限，庫券實際上亦並不怎樣理想的短。一個月期，是較定存長四倍。如果要推行二個月和三個月期（見第二條），則更成問題。因為期限之長短，對於購買者言，除根據其規定期限本身外，更在乎其活動性。

為了補救這期限上和活動性上的缺點，未始沒有其他的辦法，譬如規定其多種用途，使之成為很靈活的證券。政府證券原如政府公債，可有許多種用途，諸如作為保證、抵押、現金代用品等。但是一則用途究竟有限，活動範圍仍受限制；二則反易致流弊，這意思就是說，吸收游資會等於不吸收。短期庫券的用途增多了，很容易造成發行後瞬即回籠的傾向，庫券回籠等於資金出籠。這不是吸收了資金而又即刻放出去嗎？短期庫券期限究竟不長，如果迅速回籠，這不是其作用可以幾乎使之等於零嗎？

四 庫券上市的活用

短期庫券依照第五條規定，可「在公開市場發行」，亦即在證券交易所上市，是則情形就完全大變。庫券有了市場，則除利益仍屬優厚外，中央銀行可以將之收放自如，而買賣者可以隨時買進隨時推出，不受期限限制，於是資金就成為靈活異常。現行的方式，大體就是如此。

庫券既有正式市場，則可買亦可賣。買進者是其折扣利息的利益，而必要時却可以出賣。賣出者是為需要現款，而可能時仍可以買進。而且由於交易所中的競買競賣，則視乎資金之鬆緊，市價就隨之上落，因之就有等于股票買賣的好處，即吸住資金，不令其趨往他種對象衝擊。此其一。

庫券上市，其買賣根本不受券額限制，大進大出，可以吸

引巨額游資。我們已經說過，庫券不應僅以小額資金為對象，更應以巨款資金為對象，則庫券上市之使庫券帶上最高活動性，是吸引巨資的唯一法門。此其二。

中央銀行依此市場，則應當可以靈活運用之。現在運用已在展開。中央銀行時常掛牌出售庫券，出售的日期以及牌價（折扣）的高低，都可以作為手段，以供運用。祇須中央銀行能夠觀察資金市場實況，依資金鬆緊的程度，以及需要吸收的數額，可以決定日期出售，以牌價調劑之就行。倘若能夠把握住市場，則庫券不僅可以發售，亦可於未到期前收回之，祇要市場有此必要性，這自然是運用公開市場的最高峯。如果運用機巧，其效果是頗為巨大的。此其三。

所以庫券上市，是有此三種意義，則吸收游資並調節金融的目的，就可以達到了。

自然，庫券的利息加上折扣，其利益是不薄的。政府繼續推行短期庫券，繼續發行，繼續到期請還本息，周而復始，其數額是會像滾雪球般愈滾愈大的。但是這不是短期庫券所造的因，而是幣價不斷下跌所致的果。不過有此庫券，倒可以減少幣價下跌的惡影響，相當收致調節金融之效。

不寧唯是。不薄的利益，並不僅存在於短期庫券一種之中，定存、美金庫券等已有先例。並且為吸收游資，則利益原則才是有效的原則，足以吸引這向利益跳動的游資——「熱資」(Hot Money)。

短期國庫券條例，規定「在公開市場發行」，這就是規定其上市，所以這是法定的程序。而在資金需求利益和活動性的特殊環境下，如果要使這一庫券，不蹈公債或美金庫券的覆轍，能確實收致效果，則必然需要上市。庫券上市使資金運用的三利俱備。所以，在交易市場上活用庫券，不僅是條例原屬如

此，而且亦為推行時所必然採取的方式。

這自然並不是說，要收吸收游資調節金融之效，祇能藉短期庫券這一手段，或祇有這一種手段了，決不是的。不過，靈活運用上市這一手段以推行短期庫券，是迄今所已被運用的其他手段中最有效的一種手段。這一手段可以與其他手段並行，而且並不妨礙其他更有效的手段並行。

這就是值得提出的短期庫券所有的深刻意義。

上 海 證 券 交 易 所
第 四 號 經 紀 人

代 客 買 賣

有 價 證 券

聯 和 證 券 號

行 情 正 確

佣 費 低 廉

地 址：證 券 大 樓 五 五 〇 室

電 話：一 九 〇 五 六

國庫券上市後應改進之問題

郭家麟

短期國庫券於本年四月三十日開始發行。據政府公布之發行目的為吸收游資及穩定物價。中央銀行根據政府法令組設利率委員會，決定發行之折扣為八七·三。換言之，即百元庫券於購買時付八十七三角，一個月到期後，本利共得一百另五元，合月息二角強。此項辦法公布之後，購買者固不乏人，然距達到吸收游資及穩定物價之目的，則尚遙遠。

國庫券如擬達到上述目的，其折扣必須與市場暗息相等或超過。但縱然能如此做，仍須有一先決條件，即物價不致太猛烈跳躍，或在跳躍之後，仍有一相當長之間歇期間，使投機於商品者有難於捉摸之感，認為投機於商品不如購買庫券之穩妥可靠。如是國庫券始得暢銷，物價亦可更趨平穩。設當局能運用得宜，庫券與物價可能成為反通貨膨脹之循環。

然當局於庫券發行之伊始，規定利率為二角強，較之市場暗息相差很多。蓋市場暗息，係隨物價之上漲程度而形成者。如市場暗息合三角，則每月物價之上漲必在三成以上。不然則三角之暗息即無法維持。國庫券發行時，市場暗息約站三角左右。依情理推測，二角利息之國庫券，自難吸收大量游資。

為適合於市場利率起見，國庫券遂於五月三十一日上市。上市之國庫券為兩月期者（七月底到期），在證券交易所正式公開買賣。此項庫券分為甲乙兩種。甲種為今日成交，明日交割。乙種為今日成交，後日交割。此外尚有丙種庫券一種，規定為每星期四開始，下星期五交割，惟尚未上市。五月三十一日開始者，只係甲乙兩種。茲將一月來之成交情形列表如后：

國庫券上市情形與利率物價比較表

日期	種類	價格	折扣	利率	成交額(億)	市場暗息	商業銀行放款利率	中央銀行批發物價指數	報上日漲百分比
六月一日	甲種	七三·三〇		〇·三三	七三六	〇·三〇	〇·三三	六四·〇七	(一)
	乙種	七三·九〇		〇·三三	六五五	〇·三〇	〇·三三	六四·〇七	(一)
二日	甲種	七三·八〇		〇·三五八	五、八八三	〇·三三	〇·三三	六四·九一	—
	乙種	七四·〇〇		〇·三五六	五、八八四	〇·三三	〇·三三	六四·九一	—
三日	甲種	七四·一五		〇·三五八	四、一四七	〇·三三	〇·三三	六五·八七	(十)
	乙種	七四·八〇		〇·三五七	五、一三四	〇·三三	〇·三三	六五·八七	(十)
四日	甲種	七三·七〇		〇·三六九	九、六八八	〇·三五	〇·三五	六三·三三	(十)
	乙種	七三·〇〇		〇·三六〇	九、八八九	〇·三五	〇·三五	六三·三三	(十)

十六日		十五日		十四日		十三日		十二日		十一日		十日		九日		八日		七日		六日		五日	
乙種	甲種	乙種	甲種	乙種	甲種	乙種	甲種	乙種	甲種	乙種	甲種	乙種	甲種	乙種	甲種	乙種	甲種	乙種	甲種	乙種	甲種	乙種	甲種
八〇・三五	七九・六〇	七九・七五	七九・一〇	七九・三五	七八・六五			八〇・六〇	八〇・〇〇	八〇・三〇	七九・〇〇	七九・二〇	七八・六〇	七七・〇五	七六・四〇	七六・五五	七五・九〇	七六・〇五	七五・四〇			七五・六五	七五・〇〇
〇・二六五	〇・二六六	〇・二六五	〇・二六六	〇・二六四	〇・二六六			〇・二四五	〇・二四五	〇・二四二	〇・二四五	〇・二四三	〇・二四五	〇・二六二	〇・二六四	〇・二六三	〇・二六四	〇・二六三	〇・二六五			〇・二六二	〇・二六四
三三、三〇一	三三、三四七	三三、四〇五	三五、四二六	三五、三〇九	三五、五八二			二七、二七七	二七、五二九	三三、二六一	三三、四三一	三七、七〇九	三七、七八九	二二、六八五	三三、三三三	一五、〇〇八	一五、一九八	一〇、七四一	一〇、八四二			七、〇一五	七、〇一五
〇・〇	〇・〇	〇・〇	〇・二八五	〇・二八五	〇・二八五			〇・二五五	〇・二五五	〇・二五五	〇・二五五	〇・二五五	〇・二五五	〇・二五五	〇・二五五	〇・二五五	〇・二五五	〇・二五五	〇・二五五			〇・二五五	〇・二五五
九五四、〇七五	九五、〇〇〇	九五、〇〇〇	九〇六、九〇〇	九〇六、九〇〇	九〇六、九〇〇			八三六、二〇〇	—	—	—	—	七六六、六五〇	七五〇、四一七	七二、九三三	七二、八〇〇	七二、八〇〇	—	—			六七六、一五七	六七六、一五七
(十)	(十)	(十)	(十)	(十)	(十)			(十)	(十)	(十)	(十)	(十)	(十)	(十)	(十)	(十)	(十)	(十)	(十)			(十)	(十)
〇・三	四・九	八・五	—	—	—			—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—			—	—

廿八日		廿七日		廿六日		廿五日		廿四日		廿三日		廿二日		廿一日		二十日		十九日		十八日		十七日	
乙	甲	乙	甲	乙	甲	乙	甲	乙	甲	乙	甲	乙	甲	乙	甲	乙	甲	乙	甲	乙	甲	乙	甲
八六・六〇	八六・〇〇			八六・一〇	八五・五〇	八五・五〇	八四・三〇	八四・五〇	八三・八〇	八三・九〇	八三・二〇	八三・三〇	八二・七〇			八二・九〇	八二・二〇	八二・四〇	八〇・六〇	八〇・七五	八〇・一〇		
〇・二七〇	〇・二七〇			〇・二六九	〇・二六九	〇・二六九	〇・二六九	〇・二六八	〇・二六八	〇・二六八	〇・二六八	〇・二六七	〇・二六八			〇・二五八	〇・二六〇	〇・二五六	〇・二六七	〇・二六五	〇・二六七		
八二、二三三	八二、二三三			八〇、五六一	八一、六七六	八〇、七三三	八一、三〇五	五一、〇九八	五一、二五五	五一、七三三	五一、七六七	五四、五七八	五四、七七八			五一、八四五	五三、四〇五	四二、二二四	四二、二六四	五一、六五七	五一、六七三		
	〇・三三			〇・三五	〇・三三	〇・三三	〇・三三	〇・三四五	〇・三三	〇・三三	〇・三三	〇・三〇	〇・三〇			〇・三〇	〇・二七	〇・二七	〇・二八五	〇・二八五	〇・二八五		
	〇・二二			〇・二三五	〇・二三五	〇・二三五	〇・二三五	〇・二三五	〇・二三五	〇・二三五	〇・二三五	〇・二三五	〇・二三五			〇・二三五	〇・二三五	〇・二三五	〇・二三五	〇・二三五	〇・二三五		
	一、〇三〇、〇三六			一、六二六、二二	一、〇三、四八五	一、二九四、二九四	一、二五八、四〇〇					一、二二八、三三四				一、〇三〇、〇三六	一、〇三〇、〇三六	一、〇三〇、〇三六	九六三、三三〇	九六三、三三〇	九六三、三三〇		
(十)	〇・九	(十)		(十)	八・四	(十)		(十)	二・九	(十)	三・三	(十)	一〇・五			(十)	四・七	(十)	九・〇	(十)	〇・九		

附 日	廿九日	
	甲 種	乙 種
甲 種	八六、六〇	〇、二七〇
乙 種	八六、五五	〇、二七〇
甲 種	八二、九九	〇、二六二
乙 種	七七、〇八	〇、二六一
甲 種	八二、九六	〇、二五〇
乙 種	七六、五三	〇、二五〇
甲 種	〇、三六	〇、三六
乙 種	〇、三六	〇、三六
甲 種	一、六七、三三	一、六七、三三
乙 種	一、六七、三三	一、六七、三三
甲 種	(+)	(+)
乙 種	(+)	(+)

由以上情形觀察，國庫券上市之後，固亦有少數係真實購買者，但絕大多數為套做一日之利息。此與國庫券發行之原意不大吻合。按國庫券之發行，原冀其在市場銀根鬆動時，大量進出吸收銀根；待市場銀根過緊時，再將國庫券購回。如此一收一出之間，即可將市場銀根調節，不致有過緊過鬆之感，因是物價亦不致有暴漲暴跌之現象。

今國庫券上市業已一月，其對市場銀根及物價究有多大影響。吾人可就以下兩點研討：

(一) 國庫券吸收游資之範圍——國庫券如欲得到大量吸收游資之效果，必須較市場利率稍大。今國庫券之利率；最低合二角四分二，最高亦不過二角七分。但黑市利率最低為二角五分五，最高達三角六分。因是有資金者均不願捨高利而購買國庫券。故國庫券所能吸收之游資，僅為一般正式商業銀行以星期存款或其他低利吸收之存款。蓋正式商業銀行不願做投機生意，而銀行放款利率又固定於二角五分五（本月最後兩日始升至二角七）。故與其以二角五分五之利率放款，倒不如以之做國庫券之套利，既較穩妥，且可多得少數利息。是以國庫券所吸收者，僅為此一部分資金。地下錢莊或貸幫手中之頭寸，有其固定之辦法，或以高利貸出，或以之購買商品。縱有購買國庫券者，恐亦係極有限之部份。

(二) 上市國庫券與物價——上市國庫券之利率，最高亦不過二角七分，但本月份物價之上漲率却為百分之二百六十二

，亦即上漲一倍半以上。如依此數字觀察，似乎商業銀行之資金亦無法吸收。其所以能吸收一部份者，一因如上所述者，商業銀行之業務，係以存放款為主體，雖有一部份商業銀行已從事投機業務，但正式銀行仍本其固有習慣，做其套息業務。再者，物價之波動無一定規範，本月份雖上漲一倍以上，但過去各月並無如此暴動情形。且美援物資即將大批到滬，一般人對物價並未如此看高。六月下半年物價之暴漲，係突如其來之軍事失利，及華北游資湧到關係，使人猝不及防，出乎意料之外。故穩健之投資者，頗不願冒此風險。投資於國庫券則每日有其固定利率，毫無風險可言。此國庫券所以未因物價之跳動而受太大之影響也。但如物價繼續如此上漲，則國庫券無論其上市者，或中央銀行直接出售者，均將會逐漸減少。此不能不早為預防者也。

國庫券與物價之關係，可謂為互相因果關係。國庫券如能推銷得宜，市場銀根可賴緊縮，物價之上漲亦可以緩和。物價能緩和上漲，投機於商品者無利可圖，利息自亦下降，投資於國庫券者必較湧躍。如是國庫券推銷順利，物價亦可緩和；物價緩和，國庫券更易推銷，此為好的循環。

反之，如國庫券推銷不佳，銀根不能抽緊，物價自然上漲，國庫券更不易推銷。如此愈來愈壞，此為壞的循環。

上市之國庫券，現在只有甲乙兩種。而此兩種，如嚴格言之，只能說是一種。蓋甲乙兩種多係套做，買進甲種時同時即

賣出乙種，或買進乙種時同時賣出甲種。時間亦僅係一日之隔。此種做法，固然不能謂其毫無作用，但對吸收游資與平抑物價之效果，並不會十分顯著。

如欲使國庫券達到吸收游資穩定物價之效果，第一必須使國庫券能引起一般人普遍之興趣。在前年甚至去年，一般人手頭有餘資者，尚願設法存儲得利。故國庫券如在前年或去年發行，則以普通利息即可吸引大批資金回籠。今年則物價漲勢過猛，而漲風間之間歇性又愈來愈短，故一般人皆很明瞭得利不如存貨。因是非有較好之利息，不容易吸收大批游資。

第二、套利之交易時期不應太短。時期太短之套利交易，由數字上觀察，固然很好看熱鬧，但對吸收游資之效果，則比較微末。最近擬上市之丙種國庫券，規定之交割期限為一週。盼其早日上市，其效果想較甲乙種為佳。

總之，國庫券之出售與物價之波動為循環關係。國庫券暢銷可使物價平穩；物價平穩亦可使國庫券暢銷。故當局如擬運用國庫券以達穩定物價之目的，應先將國庫券之利率提高，引起一般擁有物資者之普遍注意。游資如能由國庫券吸收回籠，則物價之上漲可趨緩和。當局最初雖犧牲若干利息，但如能使物價緩和，市場利息即自動下降，國庫券之利息亦可逐漸降低。

由此推論，國庫券之推銷業務，應完全交給證券市場辦理。蓋證券市場之交易，可隨市場利息之漲跌而隨時變動，其機動性較中央銀行掛牌為佳。中央銀行將此業務交給證券市場後，無須再限定利率變動之範圍任令其隨市場之情形變動。中央銀行所應注意者，只為密察市場銀根之鬆緊，以增減國庫券之數量。如是始能在通貨膨脹之情形下，收到公開市場政策之效果。

資 本 市 場

「場 市 券 證」 名 原

期 五 第 卷 一 第

專題論著

遞延交割交易之作用及其辦理經過

劉光第

證交上市公司增資問題總檢討

吳肇敏
邢慕寰

市場分析

市場動態

工商調查

開北水電股份有限公司概況

上海橡膠工業概況

證券實務

經營證券之研究(上)

湯心儀

外情介紹

歐洲各國通貨膨脹與通貨穩定

錢毅生

時論彙輯

短期國庫券發行前後

資金南流與工業南遷問題

參考資料

市場公告

「開北」「華豐」資產負債表

統計資料

民國三十七年度四月份統計

(甲) 股市統計

(乙) 金融物價統計

證券投資事業往那裏去

王 雄 華

用純粹投資者的立場觀察，證券投資事業的業務範圍，不外下述四種：一是直接的購置證券，這種投資是變相的儲蓄，儲蓄可說是委託性的投資，購置證券是直接性的投資。二是再投資，再投資是積聚了證券投資所得的收益，再行購置證券。三是套利，投資者所謂套利，是一種變相的再投資，不過不是以證券收益作為再投資的資本，而是以證券作質押所得的資本作為再投資的資本，目的在套取市場利率與證券收益間的差益。四是套買套賣，就是賣出甲種證券，同時買進乙種證券。這種方法行於甲乙兩種證券有同樣收益而市價甲高乙低的時候，套做的結果可以獲得較多的收益。證券投資者對於證券價格的估計，應該根據合息（市價與收益之比例）與市場利率間所成的比較決定。譬如某證券面值一百元，年得息紅二十元，也就是合息二分，假定該時市場利率為一分，那末某證券的市價可能漲到二百元。反之，市場利率為四分，某證券的市價可能跌到五十元，因為惟其如此，合息才能與市場利率平衡。然而投資者也不是完全根據合息與市場利率比例作為估價證券市價的標準。同時也加入人事陣容，秘密資產，前途瞻望等無形條件作為參考資料。

自從蘆溝橋事變發生，一直到勝利後的現在，幣值始終逐步跌落，幣值的跌落，使證券投資的目標發生變轉，原始的投資意義是取得連續不斷的收益，在幣值不穩定時期，收益已成為次要的目標，主要的目標是借證券投資來保障幣值，這裏所

謂證券，當然是專指有代表資產性的證券而言，僅僅代表貨幣數量的證券並不在內。目標變轉之後，投資者的合息理論已不能合用，證券價格的估計，不再根據合息與市場利率的比例，改為根據每單位所代表的資產負債相抵後的淨值。在理論上這種變轉固無可非議，然而在事實上估計資產，尤其在幣值不穩定的時期估計資產，極難確實。嚴格說起來，現在證券交易所上市股票的市價，並不足以表示每單位所代表的資產淨值，僅可以表示幣值漲跌的輪廓。同時所成的交易，也不完全是投資權利的轉移，而僅是利用證券來博取幣值跌落時差益的手段。證券投資的目標及意義，既已變質，證券投資事業的業務範圍，也發生變動；第一點是因為證券投資已失去了收益的作用，所以購置證券單純地去考慮證券所代表的資產，有無保障幣值的價值，收益如何，已不在考慮範圍之內，收益既不被考慮，證券的市價不再受市場利率的限制而獨自漲落，這一點對於特證券收益而生活的投資者發生嚴重的影響，出賣證券等於自撤保障幣值的藩籬，不出賣證券又等於坐以待斃。第二點是再投資與套利的不可能，在幣值跌落的過程中，企業家儘可能地保持資產，而絕不願變賣了資產去派發股息紅利，所以投資者雖持有價格極高的證券，而所得的收益則極微，這極微的收益，勢難作為再投資的資本。同時幣值跌落的過程中，債權者為補償幣值跌落的損失起見，惟有提高放款利率，放款利率既遠高於證券的合息，套利行為當然無從營運。僅餘套買套賣，尚可

為證券投資業務活動地步，職業性的證券投資者，迴旋於這狹溢的活動範圍之內，其無法維持是顯然的了！

在投資行為極不利的情形之下，企業界對於投資者的選擇也發生了變態。以前企業的投資者，十九是自然人，現在自然人性的個人儲蓄對於企業性的投資固不生興趣，而企業界對於這種瑣屑的資金也不表示歡迎。企業界最歡迎的投資者是金融界或是有政治背景的金融界，這種趨勢勝利以後尤其明顯，因為金融界固不甚計較收益的獲得，而被投資的企業因此可取得通融資金的便利，在通貨膨脹，物價騰昂的時代，如何調撥頭寸，早已成為企業家的緊箍咒，誰不願與金融界發生聯繫，作為生力的後援呢？進一步倘想謀得低利的貸款，又非與有政治背景的金融界發生聯繫不可。我們假若看一看各種企業組織的董監名單，金融界人物幾乎成了藥材裏的甘草，但是他們不一定個人有何投資，不過代表所經營的金融業的投資而取得董監資格。勝利以後，有許多大規模企業，不獨不歡迎中小資本的個人投資，甚而變相的排斥中小資本的投資者。譬如石油事業當然是極有希望的新興事業，而××油公司，竟以有限組織相標榜，讀過新公司法的人，一定知道有限公司為一種變相的合夥組織，那末該公司以有限公司自命，其無意於開放投資之門也明矣！另一方面原有政府人民合營事業，對於人民方面投資者（即商股或非公股）也採取着摧殘態度。譬如說中國交通兩銀行的官股部分在抗戰期間曾一度增資，而不許商股增資，據說所持理由是中交兩行之得有今日成就，並非商股力量，固不論所持理由是否充分，至少在官股商股權益平等的立場上，太歧視商股的投資者了！有一部分企業家，他們也歡迎個人性的投資，但是他們的着眼點是擴大股票流通的範圍，希望投資者成為他們操縱的對象，企業的主持人，可以利用發息或增資

的消息，作為抬抑市價的手段。敵偽時期有些企業的主持人並不注意本身事業的進展，專門在本身股票的抬高抑低上用工夫，作為一己發財捷徑。當然一部分的原因，也當歸咎於投資者盲從附和，勝利以後有許多敵偽時期有行有市的股票，已經無行無市，甚至股票所代表的企業，也不知去向，這種借辦企業之名而實行欺詐手段現在是否完全絕跡了呢？

用投資者眼光看來，現在未上市的股票，有許多是極富於投資價值的，其中有一部分並非是被證交摒諸門外，而是企業主持人不欲申請上市，他們最大的恐懼是股票上市之後，股東份子當然因之而複雜，在應付股東方面，將引起種種困難。也有企業組織的本身，含有濃厚的家族性，名為股份有限組織，事實上等於合夥或獨資，他們絕不願意外人插足其間，分潤利益。其實第一種顧慮，是莫須有的，假若企業的主持人處處以股東的利益為前提，決不會發生糾紛。至於第二種思想，未免太落伍了！現代社會的組織複雜，企業本身必須因時因地而變更主持人，董監的名單應該網羅最能應付當前環境的人物，假若股票流通於狹溢的範圍內，董監人選自然也限於小範圍之內，是否能應付轉瞬萬變的局勢，確成問題。股份有限組織除了在法理上有責任有限的優點外，在哲理上有新陳代謝的優點，倘若僅着眼於法理上的優點而忽略了哲理上的優點，那末勢必如同舊式的商業組織，人存政存，而有繼起無人之感了！投資者固希望任何企業開放投資之門，也惟有開放投資之門，才能加強新陳代謝的活力。

目前投資者另一認為可遺憾之點，便是上市股票之中，竟找不到一家金融性的企業在內。以投資的原理而論，金融性企業的投資，是投資中最穩妥的標的物，在事變以前，中交兩銀行及北四行（大陸、鹽業、金城、中南、）南三行（上海、浙

實、新興)的股票，被投資者視為最妥當的投資標的，因為股息既非常穩定，而合息又高於市場利率。自從事變以後，因為幣值的跌落，合息遠不及市場利率，然而仍有投資者着眼於保障幣值的立場而加以搜購。況且戰前存款償還問題業已解決，金融業的增資勢在必行，一般投資者都已現為千載一時的機會，然而沒有交易所居間成交，時常供不應求。又如保險信託二業的股票，是含有間接投資意義的，在外國的投資者，認為是最穩妥的投資標的，中國的信託事業，固在萌芽時期，而保險業的股票，十九掌握於金融業手中，金融業把保險業視為是吸收存款的泉源。這兩種股票流通在投資者手中的，竟如鳳毛麟角，我們希望金融業開放所持有的保險業股票，使投資者得利益均沾。

現在證券投資者，所感受到最大的威脅，是收益太少，照證券的市價計算，合息在絲忽之間(絲為年息萬分之一，忽為年息十萬分之一)，比較月息二三角的市場利率，真是相去天壤。有許多企業，不但不發股息紅利，反而利用升值增資的名義，收納一部分現款，投資者不繳納則喪失股權，繳納則不堪負荷，甚至企業主持人時常利用投資者無力繳納現款的機會，擴展個人的股權，商業道德的淪亡，言之令人心痛。現在舉例言之：商務印書館的股票，當然是良好的投資性證券，在三十六年十月商務印書館增資的前夕，股票市價約二百餘萬元(面值壹百元)，但是民國二十六年至民國三十五年的股息紅利總數，每股不過一百六十餘元，依合息而言，事實上等於零。當時董事會對股東會的提議，不但不分配盈餘，反而以升值增資為名，每股除升值部分每股得拾陸萬元股票外，並須股

東每股繳納現款四萬元。投資者在這種情形之下，棄權當然可惜，不棄權則背了月息二角的頭寸去取得不名絲毫收益的股票，真是投資事業中的慘劇。然而投資者結果仍是忍痛繳納者居多，原因是商務印書館的股票，在保障幣值一點而論，在有其特異價值，再則就經驗而論，增資後新股票的市價，時常高於新舊股票間應得的比價，所以不乏以投資投機化的作風，先進後出，其他類似的例子，真是不勝枚舉，所以投資者可能擁有價值數百億證券，而所得的收益，不能維持最低標準的生活，這也是現階段經濟情況下的奇特現象了！

現在社會上最尖銳的爭鬥，不外是貧富不均，由研究投資者看來，富者之所以能富，並不是由於一次利得或勞力所致，主要的原因是由於投資的機會較多或投資方式良好，假若能把投資的機會平均而方式簡易，那一定能減縮貧富間的懸殊。譬如公用企業與每一市民都有關係，倘能做到每一市民都是本埠公用企業的股票持有者，那末公用企業的利潤是取之市民，付之市民，不是少數人剝削多數人的收入，而肥少數人的私囊了！推而廣之，中國嚴重的農村問題，也可以土地證券化，使耕者有其「股」，那末封建式的小農制度改進為科學化的大農制的象徵，同時也是改良經濟制度的一把鑰匙。一般人不是把證券作成投機的籌碼，便是利用證券為掠取財富的利器。證券投資事業，正如霧夜昏燈，遠看固黯淡欲絕，然而一旦霧開天晴，自有其光輝的照耀。

市况分析

——三十七年五月份——

一 物價漲後見盤

繼上月物價平局之後，在這月第一二兩週，物價又轉趨勁昇，三四兩週雖漲風漸息，但仍在此度盤旋。一直到月底，在票據禁止抵用及銀根極性的緊縮之下，物價的確一度挫降，不過實際仍有如被壓縮的彈簧一樣，此種壓縮僅加強了日後回升的彈力！

以代表一般物價趨勢的指數言，據中國經濟研究所統計，本月平均上漲率達三成半弱。第一週平均上漲約一成強，第二週則上漲了二成半許，到第三週平均上漲還不到百分之〇·二，第四週漲勢又勁，達到了百分之七·三。

至於各類貨物單獨的平均指數，以金屬品類和化學品領先，上漲程度都在四成半以上。食物類指數也超過了本月平均的上漲率，達百分之三十八。其他各類貨物的上漲率則大致在平均上漲率之下，如燃料類、建築材料類、和紡織品，上升程度都約在二成半左右。一般說來，在本月最後一週，一般物價水準已升達戰前的八十萬倍左右。如金屬品和化學品，更業已達到一百十萬倍到一百三十萬倍的高水準，最低如燃料類，也已達到戰前的七十餘萬倍了。

再就各種貨物的具體走勢來看：上漲最多的化學品，如以月牌燒碱為例。月初開價做八千九百萬元，迄後即節節爬升，三日破九千萬關，四日再破一億關，六日更破一億一千萬關，七日連跳兩級，創見第一週新高峯一億三千萬元。到了第二週，漲勢更勁，十日開做即見一億四千五百萬，十一日竟連升數級，達到本月最高峯一億八千萬關邊。十二日仍站高峯，自後即轉趨盤局，十五日為一億三千萬，比上週末仍漲一千五百萬。第三四兩週在一億七千萬與一億三千多萬中盤旋，堅穩有加。以本月三十一日最後價格一億五千萬與月初八千五百萬相較，漲率計在六成半以上。若以

月中高峯與月初相較，更在一倍以上。其他各種化學品雖不見都如燒碱漲勢勁健，但大致走勢雷同，如硫化元以三十一日價八千八百萬元與月初五千四百萬元相較，上漲也約在六成左右。

比化學品金屬品上漲較緩的食物類，如以上白梗為例：月初每石三百九十五萬元，稍待即由四百十萬升至四百九十五萬，第二週則由五百二十萬升至五百五十萬，第三週再由五百三十五萬升至六百零五萬元，第四週當局恢復限價，場外喊價則由六百七十五萬升至七百萬元，三十一日最後仍做六百七十五萬元。上漲程度過七成以上，而且漲勢甚為堅挺。

至於其他上漲程度在平均水準之下的各類貨物，如紡織類的龍頭細布，一日做價為五百零三萬，第一週最高見六百三十二萬，第二週更高七百萬，第三週仍堅度盤繞，最高六百八十三萬，第四週在盤局繼續中又有新高價出現，最高見七百零九萬元。三十一日則做六百九十萬元。以最後一日價與月初相較，上漲三成，如以最高價與月初相較，上漲四成，都較各類貨物的平均上漲率有遜色，但其堅穩程度却與上白梗可以媲美。

整個說來，各類物價的上漲是不平衡的，金屬品化學品上漲極猛，而食物類紡織品等却較緩。不過漲勢之堅，後者却超過了前者。尤其食物類，在每次漲風中，大抵延續最久，超勢最堅，這的確是最為令人注目的現象。

二 銀根久鬆難緊

以本月金融市場而言，銀根實未見若何的緊俏。如暗息在十七八日最高也沒有超過三角六分，與一般物價的漲率不相上下。第一二兩週更始終在三角以內，大半總維二角五六分，漲風之前，月初且低見一角八分。第三四兩週銀根較斂，第三週在三角一分到三角六分間，第四週鬆勢又露，暗息由週初最高三角三分漸降至二角六分。

銀根在第二週末到第四週中較為收斂，固然有受當局抽緊的影響，但

是在物價連漲了兩週之後，銀根的極短也為循環規律的必然。我們看這月票據交換所統計，國家行局庫的差進總額，除去行莊解交的存款轉帳十一萬三千億元以外，實際不過五萬三千億元。在第一週國家行局庫只有央行和信託局兩家差進，其餘五家且屬差出，若再除去行莊解交央行的存款，國家行局庫實際是差出。第二週當局致力抽緊，除交行和郵匯局兩家差出外，其他都一致差進，總共金額有四萬五千多億元，若除去行莊存款二萬多億元，實際差進當為二萬五千多億元。第三週當局仍繼續差進，除交行差出之外總共差進四萬九千多億元，但是行莊同業存款仍有二萬五千多億元，所以實際差進仍不過二萬四千多億元。第四週差進四萬多億元，行莊同業存款二萬八千多億元，實際差進總額只在一萬一千億元左右。

就上，當局努力抽縮銀根，可見大部仍賴行莊方面的同業定存款。所以，從票據交換所退還比率來看，本月也并不見高。第一週大致對交換總張數為一與八四之比，對交換總金額則為一與二三四之比。第二週比率稍增，以張數計為一比六六，以金額計為一比五八。第三週張數比例仍維一比六六，金額比例却減至一比九三，第四週張數減至一比八〇，金額減至一比二二三，整個說來，本月退還比例，張數平均為一比六八，金額為一比九一。

綜觀本月物價與金融，雖然仍不脫往日循環律的窠臼，但亦未見特殊的刺激，所以銀根既未驟現緊勢，物價也大致尚維本年逐月上漲之平均水準。

三 華股市况

至於華股市况，走勢大致與一般物價相似，即全月以十二三日為股價最高峯。從月初以來逐漸躍升，其後則又入盤局。不過華股「盤」勢始終未有一般物價之堅。據本所統計，三十一日華股一般指數幾已落到一目的水準，前者為一四·八四二，而後者為一四·二七八。如永安公司三十一日為五八〇元，比一日價六〇五元尚見降低二十五元。

不過，華股一般指數，本月平均尚較上月增高三成多，與一般物價上漲率還大致相近。同期的主要洋股指數却上漲了六成多，華股上漲程度仍遠落洋股之後。洋股本月一般指數平均已達三十五年九月本所開業時價格之四五七倍以上，而華股却不過一六〇倍強。

就上，無論同一一般物價或者洋股來比較，華股一般價格都隱乎其後，若就各種股票的價格來分析，更可以看到有五種以上股票，三十一日收價都在一日收價之下。如景綸三十一日為九六元，一日為一〇五元。美亞三十一日為三、四〇〇元，一日為三、六五〇元。中法藥房三十一日二八

〇元，一日三〇七元。永安公司三十一日五八〇元，一日六〇五元。新華百貨三十一日五九元，一日七五元。其中尤以新華百貨三十一日收價竟比一日收價降低二成半以上。而且一向有「大熱」之稱的美亞織綢，三十一日收價也竟較月初降低半成。這種現象，雖然不能代表全盤走勢，但華股市场與一般物價趨勢的脫節究屬十分顯明的。

再就華股交易數量來說，本月總成交金額共計一一、三〇七、六四四、七〇〇、〇〇〇元，總成交股數三五、五〇〇、九六二、〇〇〇元。其中大部分集中在第二週，其成交股數約佔全月的百分之三六強，計一二、九四〇、〇〇〇股，以金額論，也要佔三分之一弱，總共六二、四六七億元。其次第一週，成交金額有五二、六五八億元，成交股數由於新光景福正在增資，尚未上市，數量特少，只有三、七四一、一七五、〇〇〇股。第三週第四週都較少，成交金額為四八、八八四億元與三八、八三七億元，成交股數也各為九、八一四、四二一、〇〇〇股與七、五四〇、二二五、〇〇〇股。

華股市场在第一週極見澎湃，自週一至週五，新價迭出，每天都有幾種漲停，直到週六方才回降。週初因港匯報縮，外匯又有開放之說，開盤即漲，永紗首先挺進，創二、三二五元新高價，他股亦俏，美亞、統益、華豐均達漲限。週二因游資湧集，永紗再挺升至二、五〇〇，他股有華豐、中泥、恆豐等漲停。週三他股略盤，僅永紗一度創二、六五〇新高價。週四却大見轉旺，股市滿堂紅，漲達等限者有景綸、信誼等十五種之多。永紗亦越二千八百萬關。週五銀根仍鬆，永紗一度竄出三千，但舊多逢高獲利，漸多了結，各股齊告稍挫。

第二週承上週漲勢，新光景福新股上市，即見漲停。其他各股漲停者達十一種之多，永紗亦創三、一一〇新高價收盤。週二略挫。週三再漲，永紗見三、二七〇最高價，其他各股亦皆有新高紀錄產生。但自週四以後，當局抽緊銀根，股市大見回風。永紗破入三千元關，週四為二、九一〇，週五週六更回至二、六〇〇。其他各股亦同樣回降。

第三週在週初開市尚維上週疲態，永紗開低見二、五七〇元。旋以外匯掛高四成刺激，齊見回升。各股均見穩狀，盤旋上挺。惟週四以國行收繳紗糖等款，差進一萬五千億，各股略挫，其餘各日均在堅度盤旋。

第四週初因國行有鉅額收進，而北方游資亦未抵遠，華股頗形蕭條，各股皆呈徘徊。週二銀根漸弛，但月初將屆，人心消沉，當局管制加強，永紗續縮，破入二千七百萬關，他股亦疲。週三在翁氏組閣聲中，一般心呈觀望，華股隨之恍惚。週四週五在銀根鬆弛中，各股皆形盤穩。週六由於月底將屆，却又再露疲態。

市場動態

三十七年度上期證交徵收交易稅統計

六月份最高額約一五八億

佔總稅收百分之二十八

證交三十七年度上期徵收交易稅總額，自一月至六月份，共計國幣五、六、八八〇、七四九、七三〇元，其中以本年六月份為最高，計國幣一五、八八七、八三一、三二〇元，佔總稅收百分之二八・〇三〇；二月份為最低，計國幣三、七二七、九九六、四五五元，僅佔總稅收百分之六・五七七。茲將三十七年度上期證交徵收交易稅總額及百分比表列於後：

年 月	總 收 金 額	百分比
三十七年一月	四、〇六七、〇八七、六五五	七・七六
二月	三、七二七、九九六、四五五	六・五七七
三月	一四、九五三、七二二、〇七五	二六・三八一
四月	七、三九二、二五九、八四〇	一三・〇四三
五月	一〇、六五三、八三三、三八五	一八・七九四
六月	一五、八八七、八三一、三二〇	二八・〇三〇
總計	五六、六八〇、七四九、七三〇	一〇〇・〇〇〇

三十七年度上期華股及庫券成交金額

總計二七八、六六八、五八七百萬

內庫券計一六五、三〇五、〇七六百萬

證交三十七年度上期華股及庫券成交金額，總計國幣二七八、六六八、五八七百萬，內現交一至六月份為國幣八八、二一五、七九八百萬；遞交一至四月份為國幣二五、一四七、七一二百萬；庫券則五、六兩月份合計國幣一六五、三〇五、〇七六百萬。茲將逐月數字表列於後：

年 月	現 交	遞 交	庫 券	總 計
三十七年一月	四、六六七、三三七	三、四六六、九五五	八、一三四、一七三	八、一三四、一七三
二月	四、七〇七、二九六	二、七四六、六九五	七、四五五、九五一	七、四五五、九五一
三月	一三、八五五、五一九	一六、七三〇、〇〇三	二九、九五五、五三三	二九、九五五、五三三
四月	二、五七三、四四六	二、三三三、〇八一	一四、六四四、五一九	一四、六四四、五一九
五月	二、三〇七、六四五	三、七、七六七	二二、三四五、四三三	二二、三四五、四三三
六月	三、七五五、六三三	一六五、二六七、三〇九	一九七、〇四三、九七三	一九七、〇四三、九七三
合計	八八、二五五、七九八	三三、四七七、七二二	一二五、三〇五、〇七六	二七六、六六八、五八七

增資新股上市補充規定

業經財經兩部批示

證交試行上市公司股份預約轉讓辦法屆滿後處理辦法第八項，前經呈奉財政部批示補充規定如下：「凡各上市公司召開股東會，決議增資，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），及聲敘新股上市緣由，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。」其第三種方式，經函准 財政部 錢幣司幣已字 第三五〇號函復解釋：「公司增加資本，依法須呈經本經濟部核准換發執照後，始為確定，增資股款收據，僅足以表明款已收繳，並非股票，其持有人即暫無股權。原補充規定第三點所謂除權，即在增資程序完成以前，暫無股權之謂。又新股股款，如係經股東會合法決議，按舊股股數比例增繳，則此種增股權利，當亦屬於股權之一，新股股款收據既表明已因繳過股款而增加股數，即不能再按據上股額，為增股後之要求，此亦為除權之另一解釋。至補充規定第一點附在原股票後之新股款收據，及第二點在原股

票上所註明之增資事項，僅可視為新股股款業已收繳之計算記載，均暫無股權可言，要亦同屬於除權買賣。」茲又准 財政部 錢幣司 幣 已 字 第三七七號函略開：「上市公司之依照第三種方式申請上市，倘股票係與收據分開為買賣（即不連作一張），而交割有困難時，可由所方着其以票據連同買賣，俾歸簡便。」應即遵示將股票與增資股款收據連同買賣交割，再補充規定所列三種方式，關於增資股款或加註增資事項於股票之記載，按照上開解釋，買受人應知，在該試行上市公司變更章程登記確定前，均屬暫無股權，關於民法上出賣人之義務，出賣人亦應依法履行買賣，雙方應各知照，經知函各試行上市公司云。

經紀人增加資本額

最低限額為國幣五億元

查提高經紀人資本最低限額為國幣五億元一案，業經各經紀人分別依限具報在案。關於增資方式，茲續奉 財經兩部批示規定：（一）法人經紀人應劃撥經營證券業務之基金，至少為國幣五億元；（二）個人經紀人資本五億元，一律以現金增足。又各法人經紀人，其因證券業務資金並不劃分無法單獨增資者，應遵（一）項辦法辦理，檢具證件報所。個人經紀人對本案增資未以現金增足者，應即以現金增足，編送增資後之資產負債表暨行莊收款證件，一併報所備核；其已以現金增足而未送增資後之資產負債表暨行莊收款證件者，應即補送。

三十七年短期國庫券上市開拍

佣金率以千分之一徵收

三十七年短期國庫券，業經呈奉 財政部決定，於本年五月三十一日上市開拍。又所有各經紀人向買賣兩方委託人徵收之佣金率，茲經規定，暫照經紀人公會擬具報所標準以千分之一徵收，仍由所報部核定。

「中絲」「中法」召開股東會

報告營業概況及決算帳略

中國絲業股份有限公司定於本年六月二日召開股東臨時會，討論增資

辦法，並報告三十六年度營業概況帳略等事項，並於會期前十五天內，依章停止股份過戶。

中法藥房股份有限公司定於六月二十七日舉行股東常會，報告三十六年度營業概況及決算帳略，討論盈餘分配，並改選監察人，在股東常會期前三十天內，照章停止股份過戶。

「華新」發給三十六年度股息

普通紅利八厘

特別紅利一分九厘

華新水泥股份有限公司三十六年度股息，經股東會議決發給，自五月十七日起，由該公司上海辦事處依法辦理，計每一老股及升值股，現金增資新股或第一次溢價發行股，應得普通紅利八厘及特別紅利一分九厘，合計二分七厘股息，均按各該股實際繳款日期起計算發給。所有該公司之股份，應自本年五月十七日起，開做除息交易。

「國貨」增資至一千二百億元

每一老股贈五股認四股

上海中國國貨股份有限公司經本年四月二十八日第十五屆股東常會決議，增加資本國幣一千另八十億元，連原有資本一百二十億元，合成資本總額一千二百億元。其增資辦法：（甲）每一舊股得認新股九股，其中五股計國幣五十元由董事會先行墊繳，其餘四股計國幣四十元，以現金認繳之。（乙）繳款日期自五月一日起至同月三十日截止，逾期不繳作為自願放棄權利論，不足之數由董事會負責募足之。（丙）同時發給三十六年度下期股息，每股國幣一元。

又該公司開始辦理增資手續，其股票應自本年五月三日（星期一）後市起，暫停交易，所有已做之交易，仍以連權連息交割。

「麗安」增資至三百十五億元

每一老股認新股九股

麗安百貨股份有限公司經本年五月六日股東臨時會決議，增加資本二

百八十三億五千萬元，連原有資本三十一億五千萬元，合成資本總額國幣三百十五億元，每一老股得認新股九股，並定於五月十日起至二十日止，為認繳股款日期。

又該公司開始辦理增資手續，其股票應自本年五月十日（星期一）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。

「美亞」增資完成

依補充規定第二種方式辦理

成交單位仍為五萬股

美亞織綢廠股份有限公司第六次增資已如數認繳足額，經呈奉 經濟部批准，依照最近部頒補充規定第二種方式，在股票上加註，載明增資事項，仍以原股票上市買賣。該公司股份交易，自本年五月三日起，依照上項規定，以原股票為連權買賣，成交單位仍為五萬股。

「勤興」增資完成

依補充規定第一種方式辦理

成交單位仍為十萬股

勤興紡織機衫廠股份有限公司增資至國幣八百另六億四千萬元一案，業奉 經濟部核准，依照上市公司股份預約轉讓辦法屆滿後處理辦法第六項補充規定第一種方式上市開拍。該公司股份，自本年五月十四日起，將原股票附帶增資股款收據上市買賣交割，成交單位為原股十萬股。

「中衣」增資完成

依補充規定第二種方式辦理

成交單位仍為一萬股

「中衣」增加資本二百八十億元業已收足，呈奉 經濟部批准，依照最近部頒股份預約轉讓辦法屆滿後處理辦法第六項之補充規定第二種方式，在股票上加註，載明增資事項，仍以原股票上市買賣。茲核定該公司股份交易自本年五月二十八日起，依照上項規定，以原股票為連權買賣，成交單位仍為一萬股。

「新光」「景福」增資完成

依補充規定第三種方式辦理

成交單位「新光」五十萬股
「景福」壹百萬股

查新光標準內衣染織整理廠股份有限公司增資至二千六百六十萬元一案，及景福衫機織造廠股份有限公司增資至五千二百五十萬元一案，業奉 經濟部核准，依照上市公司股份預約轉讓辦法屆滿後處理辦法第六項補充規定第三種方式開拍。茲根據該種方式及財政部、錢幣司、經濟部、商業司指示，核定該兩公司增資後新股，自本年五月十日起上市買賣，成交單位新光改定為五十萬股，景福改定壹百萬股，俱應以股票及股款收據連同買賣交割，並查照第五〇八號公告辦理。

「景綸」「開北」「商務」換發新股票

憑股票交割

景綸衫機織廠股份有限公司增加資本一案，已呈奉 經濟部核准變更登記，頒發新照，並定於本年五月十日起，開始換發正式股票。該公司股份交易，應自本年五月二十四日（星期一）起，憑股票交割。

商辦開北水電股份有限公司增資變更登記一案，已奉 經濟部核准，並頒到新執照，定於本年五月十四日起，開始換發新股票。該公司股份交易，自本年五月二十六日起，憑新股票交割。

統益紡織股份有限公司增資一案，已奉 經濟部核准變更登記，頒發新照，定於本年五月十四日起，開始換發新股票。該公司股份交易，自本年六月一日起，憑股票交割。

信誼化學製藥廠股份有限公司增資一案，已奉 經濟部核准變更登記，頒發新照，定於本年六月一日起，開始換發新股票。該公司股份交易，自本年六月十一日起，憑股票交割。

「商務」升直增資一案，已奉核准變更登記，定於五月二十四日開始換發新股票，茲核定該公司股份交易自本年五月三十一日起，憑新股票上市交割。

經紀人動態

第五十一號恢復入場交易

第五十一號經紀人莊崇周，前因逾期改繳保證金代用品部份美金債券，奉令撤銷註冊，茲准上海交易所監理員辦公處公函，以奉財政部訓令，關於該經紀人撤銷註冊之處分，據提起訴願，經依法決定，「原處分撤銷之」，並據妥辦手續。申請復業前來；該經紀人莊崇周，准自本年五月二十八日起，恢復入場交易。

當日支票奉令不准抵用

六月一日起實施

銀錢信託三業公會為金管局核定停止票據當日抵用補充辦法，以一二五號通函通知各會員行莊。略稱：奉金管局訓令：「案准工業協會暨各工業公會代電，略以若當日支票不能抵用，勢將以兩副籌碼，經營一注交易，自必困難加甚，應請收回成命，以利工商。茲據前情，姑念多年積習，一旦更改，容有不慣，暫予通融。凡經洽得往來行莊公司同意訂立書面抵用或墊借契約，各戶在約定限期額內，其支票准予抵用或墊借。各行莊公司仍應將訂立抵用或墊借契約之客戶戶名帳號及其約定額度呈報本局及票據交換所備查。所有訂有抵用或墊借契約各戶支票，不得假藉託收款項未收，或其他類似之理由退票。其契約上未約定限期額者，視同無限期無限制。但未經訂約者，概不得援例辦理。除電復并呈報財政部備案外，合行令仰知照，轉行各會員公司遵照辦理為要。」當將令開各節，分爲三點，面陳金融管理局局長，請示遵行。茲將核定事宜分述如下：①自六月一日起，仍遵照金融管理局根據三公會會呈，轉請財政部核准備案原案，所有客戶存入即期票據，除本票、匯票、匯款收據及保付支票，得由各同業酌量抵用外，其他支票等票據，在未經兌收之前，當日一概停止抵用。②訂立抵用契約，因三公會會呈原案內所訂行莊公司有權得酌停其抵用或減少其限額一層，嗣奉財政部核示，應予刪除，認爲此事關係重大，應俟與金融管理局商妥善辦法之後，再行通知辦理。③在不准抵用之原則下，如同業視其自身頭寸及客戶平日信譽，認爲可予通融者，得酌允墊借

，但須與客戶就每筆墊借款項，訂立墊借契約（即臨時加額透支契約）。三公會又以一二六號通商通告會員行莊，略稱：一二五號通函辦法第三項，所稱墊借契約，依照令文開示，應將客戶戶名帳號及約定額度呈報金管局及票據交換所備查。茲以該項契約之性質，既與透支契約相同，亦經請准免予呈報。又六月一日起，客戶難免仍有不悉情形，依然抵用等事，此項退票殊無適當理由可資根據。茲經商定，同業應暫用「奉令當日支票不抵用」字樣刊戳蓋用，以歸一律。

即期票據准予抵用

金管局核准試辦

自限制支票抵用之後，行莊現鈔收付激增，本票開發頻繁，咸以時間人力有限，行莊與客戶間常致爭先恐後，顧此失彼。上海金融管理局有鑒及此，爲求改進及減少掉換本票起見，前已飭據本市銀錢信託三業公會，就行莊本身實際情形，並兼顧工商之便利，擬具客戶託收各項即期票據之抵用辦法。並悉：金當局已核准即日試辦。茲錄此項辦法於下：①行莊公司對於存入票據請求當日抵用之客戶，應審慎調查其信用，認爲可予抵用者，令其覓具股實保證人。簽立「票據抵用保證書」後，方得准予抵用。②行莊公司應將訂約抵用之客戶戶名、帳號、住址及保證人姓名等，抄報金管局備案。如行莊公司認爲該客戶信用不佳或有不穩情事，得隨時呈報金管局停止其抵用，但一經呈報，對該客戶不得再行申請恢復抵用。③凡濫發空頭支票之客戶，連續發生退票三次者，除照例應由行莊公司報告公會通函同業停止與該戶往來外，並應據實呈報金管局，視其情節，得向法院檢舉，依法提出公訴，各該往來行莊應負提供證件之責。

金管局訂定管理本票辦法

自禁止票據抵用後，市面行莊本票數量驟增，滬金管局爲防行莊濫發空頭本票，增加信用籌碼，影響物價波動起見，除派員檢查各行莊簽發本票情形外，並訂定管理辦法，通令銀錢信託三業公會轉行遵照，其辦法如下：

(一)本票之開發，如應客戶之要求，則必需該戶帳內存有餘額，或以現鈔掉換，並應於交易發生時開發，不得預先將本票付給客戶。

(二) 本票收回後，應即轉帳註銷，不得抵庫，或作為籌碼轉付其他客戶。

(三) 凡行莊開發之本票，除繳納本身稅款之外，應限於客戶之要求，其當天本票科目之餘額，無論該項本票用途如何，必須有十足頭寸，存放庫存，中央銀行，票據交換所，或其他同業。

(四) 行莊對開發本票，如違反上項規定，經金管局查明屬實者，予以嚴重懲處。

定貨貸款及收購成品

央行貼放委員會通過處理辦法

中央銀行貼放委員會於本年六月七日舉行第六次會議，當經通過「定貨貸款及收購成品案件處理辦法」如下：

一、辦理定貨貸款，及收購成品案件，應分別依照下列原則，嚴格審核：
(1) 對於定貨貸款案件，應核明其貸款確係用作增加生產，所產貨品適合市場需要者為限。

(2) 對於收購成品案件，應核明其成品在短期間內銷路不暢，其事業應予維持者為限。

二、定貨及收購之對象，應以上海區國家行局庫代政府收購廠商成品臨時辦法內規定下列各種物品為限：

- (1) 日用必需品：棉織品、皮革、紙張、肥皂、火柴、藥材。
- (2) 基本工礦事業：鋼鐵、水泥、機器、煤。

其他工礦特產合乎定貨或收購條件者，得經四聯核定後特案交辦。

三、定貨及收購之數量，應以不超過每一廠商過去六個月中之平均按月產量為限。

四、審議程序規定四聯總處、貼放委員會、工礦顧問委員會循環審核。

五、四聯總處核定之定貨貸款及收購成品案件，通知中央銀行委託各行局庫向專業範圍內，分別或聯合舉辦，中央銀行負責監督之責。

六、申請廠商應依照四聯總處規定「申請貸款須知」具送各項資料，以備審核。

七、定貨及收購之定價、交貨、驗收、出售等手續，應照四聯總處所訂「

民生日用必需品定貨貸款綱要」及「上海國家行局庫代政府收購廠商成品臨時辦法」內之規定辦理。

央行開放各地同業調撥款項

關於各地同業調撥頭寸，中央銀行核定辦法如下：

自七月三日起，凡同業不論國家行局或商業行莊，委託國行調撥其本身分支機構或代理行處之匯款，可以儘量承匯，無論任何匯入地點，不再加以限制。其匯往京、滬、閩、粵等地款子，也可逕行承匯，不必先經央行業務局核准。匯費暫定匯入地區：京、滬、杭和華南區（閩、粵、桂三省）以及匯出地區：華北（冀、察、熱三省）等地，一律按當地匯率八折收費，其他仍按六折計收。倘各地解款行因券料不多，解付有困難時，可逕向匯款行處商洽辦理。再同業電匯款項，應以交匯次日解付為準，假期應剔除，過期按存款利率給息。如延遲解期內已向國行拆款者，應依實際拆款情形，按拆款利率貼息，由解款行付帳。但當地券料不多，無法應解退匯時，不付貼息。

香港五月份股價指數

據 *Forbes* 編製的香港股價指數，去年最高為一五五·八二，最低為一二三·八八；本年一至五月最高為二月十二日之一四八·六八，最低為四月十六日之一四三·五六。

茲將本年五月份香港股價指數列表於後：

日期	指數
五月三日	一四六·一六
四日	一四五·九五
六日	一四五·八〇
七日	一四五·六〇
十日	一四五·六三
十一日	一四五·五八
十二日	一四五·七二
十三日	一四五·八四
十四日	一四五·七二
十五日	一四五·五八
十八日	一四五·五八

十九日	一四五·四六
二十日	一四五·五九
廿一日	一四五·五八
廿四日	一四五·六六
廿五日	一四五·七〇
廿六日	一四五·七八
廿七日	一四五·八七
廿八日	一四五·六二
卅一日	一四五·七〇

英工業股計劃增資

倫敦工業正醞釀增資，業經正式宣佈者有肯那特造船公司，在申請或擬議中者，則有卜內門公司、克朗伯唐。派金生、倫敦磚瓦、不列顛養氣、克羅維斯造船等。其增資目的，大抵均為擴展生產之用。其中肯那特造船決定增資三百八十萬五千鎊，卜內門計劃增資二千五百萬鎊，克朗伯唐派金生則計劃增資一百萬鎊。此外煤油化學公司則決定增資二百四十五萬鎊，但該公司將不在市場公開籌募，因工業金融公司已決定認股一百四十五萬鎊，其餘亦將私下認足。

紐約股市零訊

五月底紐約證交連續休假三天，周五股市較形沉寂，但各股脚底均硬。邇來股價雖仍挺進，成交數額却已減退，數目雖大，與五月中之全盛時相較，不迥遠甚。六月初開市後，成交額在繼續低降中。

市場多頭空氣瀰漫，各股均看好，六月二日杜一瓊斯所編工業股平均指數為一九一·三二，已成今年新高峯。若干經紀人指出，股價雖漲，若干股票仍屬便宜，據稱構成杜一瓊斯指數之三十種主要工業股之市價總值，平均已達各該公司贏利之十倍，去年則低至八倍半，然在一九四六年五月之最高峯中，幾達二十三倍，即一九三七年時亦達十七倍。而今若干股票仍僅及三倍至五倍。

聯邦準備局決自六月十一日起提高紐約芝加哥兩地之準備金，但影響甚小，蓋因通貨膨脹之壓力仍極強大。然總信此乃進一步控制銀行信用之第一步驟。

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	三月	一九三九	三月
一九四〇	二月	一九四〇	二月
一九四一	一月	一九四一	一月
一九四二	三月	一九四二	三月
一九四三	二月	一九四三	二月
一九四四	一月	一九四四	一月
一九四五	三月	一九四五	三月
一九四六	二月	一九四六	二月
一九四七	一月	一九四七	一月
一九四八	三月	一九四八	三月
一九四九	二月	一九四九	二月
一九五〇	一月	一九五〇	一月
一九五一	三月	一九五一	三月
一九五二	二月	一九五二	二月
一九五三	一月	一九五三	一月
一九五四	三月	一九五四	三月
一九五五	二月	一九五五	二月
一九五六	一月	一九五六	一月
一九五七	三月	一九五七	三月
一九五八	二月	一九五八	二月
一九五九	一月	一九五九	一月
一九六〇	三月	一九六〇	三月
一九六一	二月	一九六一	二月
一九六二	一月	一九六二	一月
一九六三	三月	一九六三	三月
一九六四	二月	一九六四	二月
一九六五	一月	一九六五	一月
一九六六	三月	一九六六	三月
一九六七	二月	一九六七	二月
一九六八	一月	一九六八	一月
一九六九	三月	一九六九	三月
一九七〇	二月	一九七〇	二月
一九七一	一月	一九七一	一月
一九七二	三月	一九七二	三月
一九七三	二月	一九七三	二月
一九七四	一月	一九七四	一月
一九七五	三月	一九七五	三月
一九七六	二月	一九七六	二月
一九七七	一月	一九七七	一月
一九七八	三月	一九七八	三月
一九七九	二月	一九七九	二月
一九八〇	一月	一九八〇	一月
一九八一	三月	一九八一	三月
一九八二	二月	一九八二	二月
一九八三	一月	一九八三	一月
一九八四	三月	一九八四	三月
一九八五	二月	一九八五	二月
一九八六	一月	一九八六	一月
一九八七	三月	一九八七	三月
一九八八	二月	一九八八	二月
一九八九	一月	一九八九	一月
一九九〇	三月	一九九〇	三月
一九九一	二月	一九九一	二月
一九九二	一月	一九九二	一月
一九九三	三月	一九九三	三月
一九九四	二月	一九九四	二月
一九九五	一月	一九九五	一月
一九九六	三月	一九九六	三月
一九九七	二月	一九九七	二月
一九九八	一月	一九九八	一月
一九九九	三月	一九九九	三月
二〇〇〇	二月	二〇〇〇	二月
二〇〇一	一月	二〇〇一	一月
二〇〇二	三月	二〇〇二	三月
二〇〇三	二月	二〇〇三	二月
二〇〇四	一月	二〇〇四	一月
二〇〇五	三月	二〇〇五	三月
二〇〇六	二月	二〇〇六	二月
二〇〇七	一月	二〇〇七	一月
二〇〇八	三月	二〇〇八	三月
二〇〇九	二月	二〇〇九	二月
二〇一〇	一月	二〇一〇	一月
二〇一一	三月	二〇一一	三月
二〇一二	二月	二〇一二	二月
二〇一三	一月	二〇一三	一月
二〇一四	三月	二〇一四	三月
二〇一五	二月	二〇一五	二月
二〇一六	一月	二〇一六	一月
二〇一七	三月	二〇一七	三月
二〇一八	二月	二〇一八	二月
二〇一九	一月	二〇一九	一月
二〇二〇	三月	二〇二〇	三月
二〇二一	二月	二〇二一	二月
二〇二二	一月	二〇二二	一月
二〇二三	三月	二〇二三	三月
二〇二四	二月	二〇二四	二月
二〇二五	一月	二〇二五	一月
二〇二六	三月	二〇二六	三月
二〇二七	二月	二〇二七	二月
二〇二八	一月	二〇二八	一月
二〇二九	三月	二〇二九	三月
二〇三〇	二月	二〇三〇	二月
二〇三一	一月	二〇三一	一月
二〇三二	三月	二〇三二	三月
二〇三三	二月	二〇三三	二月
二〇三四	一月	二〇三四	一月
二〇三五	三月	二〇三五	三月
二〇三六	二月	二〇三六	二月
二〇三七	一月	二〇三七	一月
二〇三八	三月	二〇三八	三月
二〇三九	二月	二〇三九	二月
二〇四〇	一月	二〇四〇	一月
二〇四一	三月	二〇四一	三月
二〇四二	二月	二〇四二	二月
二〇四三	一月	二〇四三	一月
二〇四四	三月	二〇四四	三月
二〇四五	二月	二〇四五	二月
二〇四六	一月	二〇四六	一月
二〇四七	三月	二〇四七	三月
二〇四八	二月	二〇四八	二月
二〇四九	一月	二〇四九	一月
二〇五〇	三月	二〇五〇	三月
二〇五一	二月	二〇五一	二月
二〇五二	一月	二〇五二	一月
二〇五三	三月	二〇五三	三月
二〇五四	二月	二〇五四	二月
二〇五五	一月	二〇五五	一月
二〇五六	三月	二〇五六	三月
二〇五七	二月	二〇五七	二月
二〇五八	一月	二〇五八	一月
二〇五九	三月	二〇五九	三月
二〇六〇	二月	二〇六〇	二月
二〇六一	一月	二〇六一	一月
二〇六二	三月	二〇六二	三月
二〇六三	二月	二〇六三	二月
二〇六四	一月	二〇六四	一月
二〇六五	三月	二〇六五	三月
二〇六六	二月	二〇六六	二月
二〇六七	一月	二〇六七	一月
二〇六八	三月	二〇六八	三月
二〇六九	二月	二〇六九	二月
二〇七〇	一月	二〇七〇	一月
二〇七一	三月	二〇七一	三月
二〇七二	二月	二〇七二	二月
二〇七三	一月	二〇七三	一月
二〇七四	三月	二〇七四	三月
二〇七五	二月	二〇七五	二月
二〇七六	一月	二〇七六	一月
二〇七七	三月	二〇七七	三月
二〇七八	二月	二〇七八	二月
二〇七九	一月	二〇七九	一月
二〇八〇	三月	二〇八〇	三月
二〇八一	二月	二〇八一	二月
二〇八二	一月	二〇八二	一月
二〇八三	三月	二〇八三	三月
二〇八四	二月	二〇八四	二月
二〇八五	一月	二〇八五	一月
二〇八六	三月	二〇八六	三月
二〇八七	二月	二〇八七	二月
二〇八八	一月	二〇八八	一月
二〇八九	三月	二〇八九	三月
二〇九〇	二月	二〇九〇	二月
二〇九一	一月	二〇九一	一月
二〇九二	三月	二〇九二	三月
二〇九三	二月	二〇九三	二月
二〇九四	一月	二〇九四	一月
二〇九五	三月	二〇九五	三月
二〇九六	二月	二〇九六	二月
二〇九七	一月	二〇九七	一月
二〇九八	三月	二〇九八	三月
二〇九九	二月	二〇九九	二月
二一〇〇	一月	二一〇〇	一月
二一〇一	三月	二一〇一	三月
二一〇二	二月	二一〇二	二月
二一〇三	一月	二一〇三	一月
二一〇四	三月	二一〇四	三月
二一〇五	二月	二一〇五	二月
二一〇六	一月	二一〇六	一月
二一〇七	三月	二一〇七	三月
二一〇八	二月	二一〇八	二月
二一〇九	一月	二一〇九	一月
二一〇〇	三月	二一〇〇	三月
二一〇一	二月	二一〇一	二月
二一〇二	一月	二一〇二	一月
二一〇三	三月	二一〇三	三月
二一〇四	二月	二一〇四	二月
二一〇五	一月	二一〇五	一月
二一〇六	三月	二一〇六	三月
二一〇七	二月	二一〇七	二月
二一〇八	一月	二一〇八	一月
二一〇九	三月	二一〇九	三月
二一〇〇	二月	二一〇〇	二月
二一〇一	一月	二一〇一	一月
二一〇二	三月	二一〇二	三月
二一〇三	二月	二一〇三	二月
二一〇四	一月	二一〇四	一月
二一〇五	三月	二一〇五	三月
二一〇六	二月	二一〇六	二月
二一〇七	一月	二一〇七	一月
二一〇八	三月	二一〇八	三月
二一〇九	二月	二一〇九	二月
二一〇〇	一月	二一〇〇	一月
二一〇一	三月	二一〇一	三月
二一〇二	二月	二一〇二	二月
二一〇三	一月	二一〇三	一月
二一〇四	三月	二一〇四	三月
二一〇五	二月	二一〇五	二月
二一〇六	一月	二一〇六	一月
二一〇七	三月	二一〇七	三月
二一〇八	二月	二一〇八	二月
二一〇九	一月	二一〇九	一月
二一〇〇	三月	二一〇〇	三月
二一〇一	二月	二一〇一	二月
二一〇二	一月	二一〇二	一月
二一〇三	三月	二一〇三	三月
二一〇四	二月	二一〇四	二月
二一〇五	一月	二一〇五	一月
二一〇六	三月	二一〇六	三月
二一〇七	二月	二一〇七	二月
二一〇八	一月	二一〇八	一月
二一〇九	三月	二一〇九	三月
二一〇〇	二月	二一〇〇	二月
二一〇一	一月	二一〇一	一月
二一〇二	三月	二一〇二	三月
二一〇三	二月	二一〇三	二月
二一〇四	一月	二一〇四	一月
二一〇五	三月	二一〇五	三月
二一〇六	二月	二一〇六	二月
二一〇七	一月	二一〇七	一月
二一〇八	三月	二一〇八	三月
二一〇九	二月	二一〇九	二月
二一〇〇	一月	二一〇〇	一月
二一〇一	三月	二一〇一	三月
二一〇二	二月	二一〇二	二月
二一〇三	一月	二一〇三	一月
二一〇四	三月	二一〇四	三月
二一〇五	二月	二一〇五	二月
二一〇六	一月	二一〇六	一月
二一〇七	三月	二一〇七	三月
二一〇八	二月	二一〇八	二月
二一〇九	一月	二一〇九	一月
二一〇〇	三月	二一〇〇	三月
二一〇一	二月	二一〇一	二月
二一〇二	一月	二一〇二	一月
二一〇三	三月	二一〇三	三月
二一〇四	二月	二一〇四	二月
二一〇五	一月	二一〇五	一月
二一〇六	三月	二一〇六	三月
二一〇七	二月	二一〇七	二月
二一〇八	一月	二一〇八	一月
二一〇九	三月	二一〇九	三月
二一〇〇	二月	二一〇〇	二月
二一〇一	一月	二一〇一	一月
二一〇二	三月	二一〇二	三月
二一〇三	二月	二一〇三	二月
二一〇四	一月	二一〇四	一月
二一〇五	三月	二一〇五	三月
二一〇六	二月	二一〇六	二月
二一〇七	一月	二一〇七	一月
二一〇八	三月	二一〇八	三月
二一〇九	二月	二一〇九	二月
二一〇〇	一月	二一〇〇	一月
二一〇一	三月	二一〇一	三月
二一〇二	二月	二一〇二	二月
二一〇三	一月	二一〇三	一月
二一〇四	三月	二一〇四	三月
二一〇五	二月	二一〇五	二月
二一〇六	一月	二一〇六	一月
二一〇七	三月	二一〇七	三月
二一〇八	二月	二一〇八	二月
二一〇九	一月	二一〇九	一月
二一〇〇	三月	二一〇〇	三月
二一〇一	二月	二一〇一	二月
二一〇二	一月	二一〇二	一月
二一〇三	三月	二一〇三	三月
二一〇四	二月	二一〇四	二月
二一〇五	一月		

工商調查

證交上市股票發行公司

新亞化學製藥股份有限公司概況

一 建廠經過

新亞化學製藥公司創立於民國十五年五月，主要發起人為許超、趙汝綱兩君，原始資本國幣二千元，設廠於上海白克路二十四號。其後逐漸擴張，累經增資。民國十九年因原有廠房不敷，乃遷廠至上海麥根路，除製造針藥外，并開始兼造安瓶，為我國自造玻璃醫藥器械之始。民國二十二年購進上海新開路一〇九五號，作為新廠，而以麥根路改為玻璃工場。二十九年再購進上海新開路中華新郵房屋十八幢，翻為總公司及包裝工場。現在除本埠設有總公司及工廠三所外，在北平、廣州亦有分公司，北平、重慶又有分廠，此外在全國其他較大商埠多設有辦事處，總計當在十數處以上。

至該公司所有資本，在創立時本為國幣二千元，其後不斷增資，三十五年抗戰勝利時資本已擴充至一億二千萬元。三十六年十二月股東會議決再度增資至國幣六十億元，不久該公司新股票當即可上市。

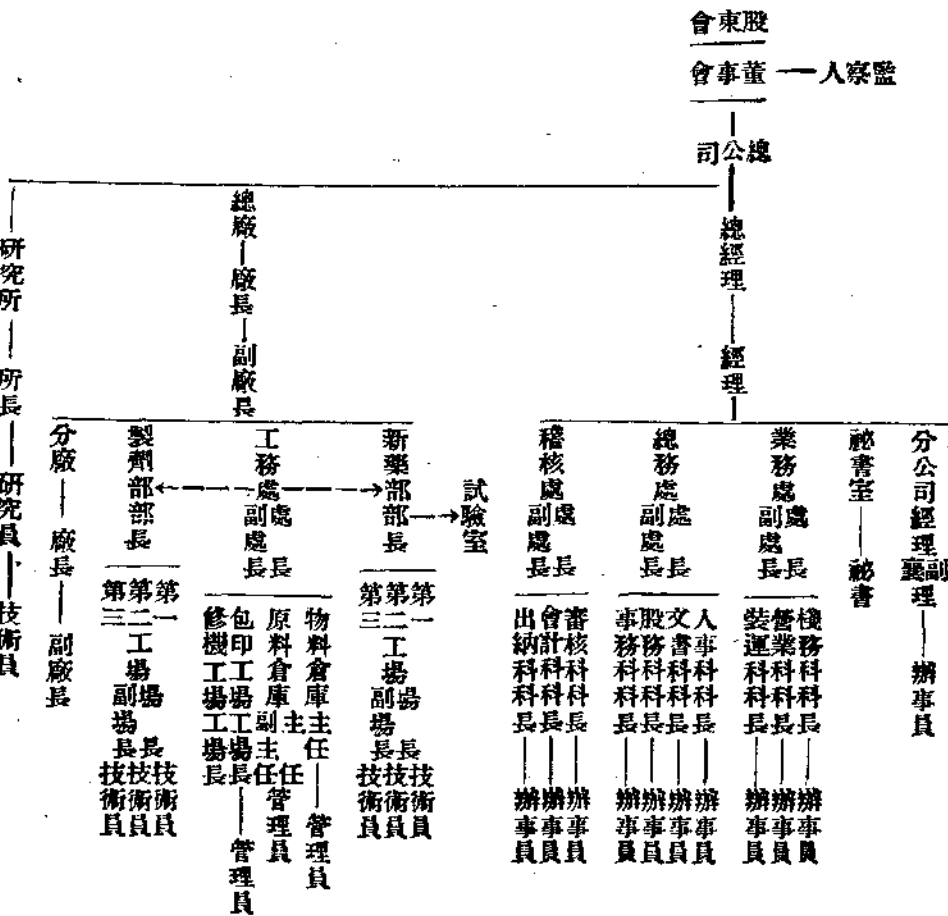
該公司所有股份之分配，據三十五年三月調查，在五十二百九十六股東中，執股最多之股東十人，共計佔有全部股份百分之十五。其中最多者如許福海君，計佔有全部股份百分之五，王龍友君百分之二·七，賀安君百分之二·三，許慎德君百分之二·七，顧建德君百分之二·四，其餘如許超、徐德化、趙元善、顧厚德、王壽山等君均不過百分之〇·八。

該公司總公司現設於上海新開路一〇四四號，電話為三九八〇〇或三九九九〇。

二 公司組織

該公司為股份有限公司組織，整個組織系統略如次圖所示：

至該公司董監事會於最近股東會中改選。現任董事長為實業界鉅子吳



勇龍桂
張明炯

顧初君。董事則為顧克民、許冠林、鄒筱舟、顧毓琦、曾廣方、汪伯奇、顧盛興、王性堯、吳葆之、許劍鳴、趙則龍、史子權諸君。監察人顧福慶、陳星五、張興鏞、姚孟東、李尊伯諸君。與原來董監事人選比較，更動頗大。

三 產銷與設備

該公司生產設備在國內製藥界頗具地位。據本所三十六年二月調查所得：該公司計有主要廠房十八幢。主要動力設備有發電機一架，最高發電量為二十五KVA。鍋爐四座。主要機械有馬達七十三部，藥片機六架，藥丸機兩架，糖衣機四架，洗瓶機五十七架，蒸溜水機七架，真空蒸發機八架，消毒機十架。其他重要設備，倘有車床一架，鑽床一架，離心機五架，拌和機八架，混和機五架。各種製藥設備相當齊全。據估計每日產量：注射劑約可達六萬針，藥片十萬片，藥膏十萬公分，液劑十萬公撮。三十六年之總銷售額計達國幣一百四十億元左右，本市總公司承銷者計佔百分之九十九。六以上，而其他辦事處所承銷者僅佔百分之〇·四而已。

四 財務情形

據該公司三十六年度決算報告：去年度流動資產計達國幣七、七六八、三八七、四九二·一〇元，固定資產則為二、四六一、〇一四、七九〇·二〇元，前者對後者之比例為三、一六比一。而流動負債為四、一二九、四五五、五六〇·九〇元，流動資產對流動負債之比例計算當為一·八八比一。又固定負債為六、〇九九、九四六、七二一·三四元，流動負債對固定負債之比例為〇·六八比一。

又據該公司去年度損益計算書計算所得，去年銷貨淨額達國幣一三、八六八、六一八、六五九·七二元，銷貨毛利額二、五五七、五二四、七七〇·九四元，純益額有一〇六、六五四、九九〇·〇〇元。由此，該公司去年銷貨毛利率當在百分之二八·四左右，純利率則約為百分之〇·七。

又該公司對於業外投資之範圍至為廣泛。除製藥業外，尚有銀行保險公司等金融機關、百貨公司、廣告公司、報館，以及其他實業公司。據三十六年度財產目錄計業外投資有四十三家。包括：新亞血清廠、新亞衛生材料廠、新亞港廠、新亞馬尼拉公司、新亞泰京公司、新亞建業公司、新亞機器公司、新亞聯合地產公司、中國工業銀行、永豐商業銀行、惠中商業銀行、大中保險公司、大安保險公司、中國工業保險公司、中國聯業保險公司、中實保險公司、中華實業公司、中國振興企業公司、南洋企業公司、重慶中國藥產提煉公司、上海中國國貨公司、鄭州中國國貨公司、中國國貨聯營公司、中國醫療器械公司、大華魚油廠、正誼畜植公司、上海電力公司、科學化工廠、中南藥房、大業企業公司、新亞營養公司、新業廣告公司、新亞國產藥物公司、大陸物產公司、慈幼教育社、上海工商徵信所、武進縣銀行、大中國茶葉公司、大中華電氣實業公司、上海商報、正言報、新夜報、蘇州吉士藥房等。

上海證券交易所

第一九七號經紀人

耀華證券號

買賣便利

佣金低廉

地址：花旗大樓二一室
電話：二一四一五

上海火柴工業概況

張勇龍
明炯桂

一 資本及組織

戰前我國火柴工業，經三十餘年的奮鬥，已略有基礎。據中國經濟年鑑社的調查，全國二十二省內設廠單位，已共達一百三十六家之多。計：

江蘇	十四廠(內上海計五廠)	浙江	四廠
安徽	二廠	湖北	二廠
湖南	一廠	福建	三廠
廣東	二六廠	雲南	五廠
		四川	一廠
		廣西	一廠

惟歷經十年抗戰，其間的變化，已多難於詳為記敘。而上海一埠，則勝利前後新廠的設立，亦有相當單位，截至本年三月上旬為止，據調查以上海為主要設廠區域的十二區火柴工業同業公會會員，已增至三十八家。其名稱，創立年月，資本金額，組織性質，董事長姓名，以及辦公地址等，可以列表表示之如次：

表一 第十二區火柴工業同業公會會員表

——三十七年三月公會編製——

會員名稱	設廠年月	登記註冊執照號數	資本金	組織性質	負責人	地址	電話
大中華火柴公司	十九	新字二八四	五十億元	股份有限公司	劉念義	總公司上海四川中路三十三號五樓	一五二五三
上海榮昌廠	十九	新字二八四	五十億元	股份有限公司	劉念義	總公司上海四川中路三十三號五樓	一五二五三
大中華火柴公司	十九	新字二八四	五十億元	股份有限公司	劉念義	總公司上海四川中路三十三號五樓	一五二五三
周浦中華廠	十九	新字二八四	五十億元	股份有限公司	劉念義	總公司上海四川中路三十三號五樓	一五二五三
大中華火柴公司	十九	新字二八四	五十億元	股份有限公司	劉念義	總公司上海四川中路三十三號五樓	一五二五三
蘇州鴻生廠	十九	新字二八四	五十億元	股份有限公司	劉念義	總公司上海四川中路三十三號五樓	一五二五三
大中華火柴公司	十九	新字二八四	五十億元	股份有限公司	劉念義	總公司上海四川中路三十三號五樓	一五二五三
鎮江榮昌廠	十九	新字二八四	五十億元	股份有限公司	劉念義	總公司上海四川中路三十三號五樓	一五二五三
大明火柴公司	廿二	新字一五五	五十億元	股份有限公司	邵修善	上海江西中路二六七號二〇二室	一三〇八五
正豐火柴公司	卅四	新字二四二二	十八億元	股份有限公司	徐日塵	上海金陵東路一八三弄八號	八〇三七五
黎明火柴廠	廿三	新字一三一	廿四億元	股份有限公司	鄧德清	上海中正東路二四九號	八八二六二
大華新記火柴廠	廿一	設字二三四	五千萬元	股份有限公司	曹裕豐	上海泗涇路三七弄四號	八七三五六
中國火柴公司	廿一	設字三三二	三億元	股份有限公司	陳榮祿	上海九江路一一三號二一〇室	一二三四五
通德振記火柴廠	七		十億元	合夥	習澤民	上海江西中路卅四弄一號	一〇五八六
新華火柴廠	卅四		五億元	獨資	朱祖泉	上海山東中路一三〇號	九三一七三
正明火柴廠	卅二		六億元	合夥	姚連生	上海中正西路一四四八弄一三七至一四七號	二〇七四九

大中火柴廠	卅五·六	工字六四九七	五億元	有限公司	張華麟	上海九江路二一九號二〇八室	一三五一八
華國瑞士火柴廠	卅四·十		五千萬	獨資	張九齡	上海老北門慈惠街二六號	
新生火柴廠	卅三·一		十億元	股份有限公司	楊寶宜	上海福州路卅三號三樓	一四八一六
明明火柴廠	卅六·二		十億元	股份有限公司	戴欽才	上海昆明路六四三號	
民生興記火柴廠	卅一·五	設字三九〇七	五億元	股份有限公司	李祖敏	上海南京路三五三號三一〇〇室	
瑞明火柴廠	廿五·四		五千萬	股份有限公司	葉容德	上海福州路八十九號一四七室	一九九九四
新新宏記火柴廠	卅一·一		三億元	股份有限公司	王仁勤	上海南市車站路一四九弄五三號	
福新火柴廠	卅五·五		三億元	股份有限公司	徐光濟	上海泗涇路六十九號	一一七四六
福昌火柴廠	卅五·七	工字六六〇四	一億元	合夥	沈仲德	上海南市斜土路四六〇弄一九至三〇號	
國光火柴廠	廿九·		一億元	合夥	朱少瀛	上海河南路甯波路口二一四號	九六八四〇
上海市第一火柴	卅六·九		四億四千三百十萬元	保證責任	沈文星	上海華山路一七七〇號	六八一八五
遠東新記火柴廠	卅三·十		二千萬	合夥	章德標	上海愚園路一四二三弄和郵五號	
金城火柴廠	卅三·十二		三千萬元	股份有限公司	袁殿池	上海台灣路十九弄六號	九一二八八
茂生火柴廠	卅三·		三億元	合夥	沈錦濤	上海永安街同安里八號	八五三五八
中南火柴廠	廿五·	設字九六六九	十億元	股份有限公司	李益石	上海泗涇路廿八號明華片廠內	
中元火柴廠			三億元	股份有限公司	楊肇基	上海江西中路漢彌登大樓四三〇室	一七九七六
大上海火柴廠			十億元	股份有限公司	陳毅夫	徐州大壩頭五十五號	
中大華火柴公司		工字九八四八	總公司五十億元	股份有限公司	劉念義	上海四川中路卅三號五樓	一五二五三
東漢棧片廠		設字八四	二億元	有限公司	邵修善	上海江西中路二六七號二〇三室	一三九四五
華昌棧片廠		工字七四三九	四億八千萬	合夥	徐日暉	上海金陵東路一八三弄八號	八〇三七五
美大泰記棧片廠		工字六一六八	二億元	合夥	余振中	上海金陵東路一八三弄八號	八〇三七五
全昌正記棧片廠		設字二六八	一億五千萬	有限公司	鄧振芳	上海泗涇路廿八號三樓	一四〇四三
明華棧片廠		工字九二三四	三千萬元	股份有限公司	徐光濟	上海泗涇路二十九號	一一七四六
榮華棧片廠		工字六五九八	四千萬	有限公司	高冠軍	上海四川中路三三〇號一〇四室	一〇九八六
海通棧片廠			十億元	股份有限公司	陳毅夫	江蘇徐州大壩頭五十五號	
大昌棧片廠			廿四億元	股份有限公司	徐文耀	上海中正東路二四九號二樓	八四七五六
永明棧片廠							

按上表所列，火柴廠共有二十九家，另棧片廠則為九家。論資本額，一般固不甚雄厚，最高單位僅為國幣五十億元，少亦有數千萬元者。組織方式，則除股份有限公司外，其他如合夥與獨資，亦不在少。根本原因，即火柴工業為民生日用品輕工業之一種，毋須深奧的技術，或巨大的設備，始可從事生產之故也。

火柴工業的設備，一般係以排板車的數量計算之。不過實際使用車數，又往往與原設備不盡相同。茲據公會方面所蒐集材料，可知目前第十二區各會員工廠共擁有新舊排板車二百八十餘部，但在開動中者不過一百七

二 設備

十餘部。加之，各廠共有工人男工二千一百餘名，又女工二千五百餘名，共計四千七百十五名，亦分別列表示之如後：

表二 第十二區火柴工廠設備及工人人數一覽表

廠名	設 備 概 況		工 人 人 數	
	原有排板車(部)	現用排板車(部)	每日每部平均產量(箱)	男 工 女 工
上海榮昌	二六	一四	四·五	一五五 二一四
周浦中華	二五	一八	五·〇	一九五 三二六
蘇州鴻生	三三	二〇	五·〇	二三一 三七四
鎮江榮昌	二八	六	五·〇	六九 一一二
正豐一、二廠	一六	一二	五·五	— —
中 國	一一	四	五·〇	— —
黎 明	一六	一六	五·〇	一八〇 二四八
大華新記	九	七	五·〇	一一三 一八
新 華	一一	九	四·〇	八五 八二
通 華	一七	八	五·〇	八七 八二
華商瑞士	五	五	四·〇	三〇 八〇
新 生	六	六	五·〇	八一 一三一
瑞 明	四	四	五·〇	三一 四二
新 宏	四	二	五·〇	一九 三五
大 中	六	四	六·〇	六三 九七
正 明	八	七	五·五	二二 一七三
福 昌	四	四	五·〇	四二 三五
明 東	六	六	五·〇	四〇 九
遠 東	三	三	五·〇	六〇 四五
國 興	四	四	五·〇	六〇 六一
金 城	四	四	五·〇	三〇 六四
茂 生	四	四	五·〇	三二 五二
上海第一合作	三	三	四·五	五〇 五二
福 新	四	四	五·〇	四九 七三
中 南	六	五	五·〇	六二 七三

廠名	排板車部數
大 明	二〇
民 生	四
共 計	二八八 一七九 二一、一六四 二、五五一

以上所舉二十七廠中，排板車共計二百八十八部，平均每廠即計十部又半。但實際使用的，僅達一百七十九部，為設備數的百分之六十二，平均每廠即使用六部又半。工人方面，總人數為四千七百餘人，內女工約多於男工四百名左右。

按大中華火柴公司為上述各單位中規模最稱宏偉者，如上海榮昌、周浦中華、蘇州鴻生、鎮江榮昌等四廠，俱歸其所轄。另尚有杭州光華、漢口炎昌、九江裕生等三廠。排板車總數，當在一百部之上，稱為目前火柴工業的權威企業，諒無不當也。

再第二區即浙江省境內火柴工廠亦有八家，雖非在本區範圍之內，為參考便利計，特亦予以列出：

廠名	排板車部數
大中華杭州光華	二〇
正 大	二〇
光 明	一一
便 民	五
建 華	一
永 嘉	一
昌 林	一
繼 昌	一八

以上即計排板車七十七部，約當於第十二區設備規模之四分之一左右。

三 生產及推銷

各廠生產能力，因最近二年以來，原料的供應或斷或續，同時市場情況亦見穩定，因此俱未能達到最高水準。一般言之，本市各廠大約能年產火柴二十萬至二十四萬箱，平均每月產量在一萬八千箱至二萬箱左右。茲將三十六年度各廠實際產量按月列舉之：

由上表所列三十廠看來，第一、可見年初正開工生產而年終仍未中輟者，不過十六廠，約為十分之五，其餘間歇開工者，為二廠，到年終即行停工者，共計十廠之多。整個火柴工業生產不正常的情形，由此可見其一般。

其次，按逐月實際產量說，一年之中能不斷增加的，真是寥寥無幾。列舉之，僅有大中華火柴公司各廠、大中、明明、福新等數家而已。至其餘大抵增減互見，但平均起來，則未有若何進步。至中期產量銳減者，則到年終大部已完全停工，且有國華、華鑫、九福等三廠，終至退出十二區同業公會組織。

第三、全年之中，逐月總產量以五月及四月為最高，其次即為六、七

表四 三十六年度第二區會員火柴工廠逐月產量統計表

廠名	戰前每月平均產量	現在每月最高產量	每月												全年生產總數	每月平均產量
			一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月		
大中華	3,077	3,000	833.4	877.2	976.3	1,066.0	1,136.2	1,154.3	1,103.4	1,033.1	1,171.2	1,078.5	979.1	1,146.5	1,193.3	11,030.6
光明	330	1,450	173.0	330.0	588.0	633.0	550.0	466.0	688.0	593.0	636.0	575.0	549.0	5,966.0	4,977.3	
正大	1,347	3,000	340.0	577.2	1,103.4	1,125.4	1,148.8	1,355.2	1,396.4	1,336.4	1,331.3	1,549.3	1,549.3	1,446.2	1,105.4	12,054.4
便民	1,038	480	135.2	—	—	225.4	107.1	109.0	137.4	144.4	194.0	194.0	194.0	194.0	194.0	1,444.4
建華	—	—	36.2	30.4	121.5	59.5	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
永嘉	—	—	15.0	22.0	126.4	166.4	106.0	106.0	106.0	106.0	106.0	106.0	106.0	106.0	106.0	1,060.0
昌林	—	—	15.0	6.5	37.4	10.2	38.0	38.0	38.0	38.0	38.0	38.0	38.0	38.0	38.0	380.0
總計	5,202	5,500	1,561.1	1,799.0	3,961.1	3,288.1	3,552.5	3,474.2	3,390.0	3,499.3	3,499.3	3,499.3	3,499.3	3,499.3	3,499.3	33,709.3

綜觀上表，可知第二區各廠一般生產力，均甚有限。最高如正大及光華兩廠，亦不過月產一千餘箱，較之本埠各廠，實不及甚多。至各月生產情況，大抵自五月以後，即見穩定。總產量約三千四百餘箱，而光華及正大兩廠，即佔其十分之六。

關於上海各火柴廠產品的推銷，輸出國外者，可謂絕無僅有，相反，其主要市場，全賴國內各地。據公會方面的統計，本區內各工廠成品大抵行銷華北及華中一帶，包括天津，營口，蚌埠，徐州，蕪湖，漢口等地。但本埠及甯波，蘇州等處，銷數亦達三分之一左右。各廠主要市場概況即如左：

八、十、及十二各月，產量統計起來，約為一萬七千至八千餘箱，至全年總產量為十九萬四千二百五十餘箱，平均每月即計一萬六千一百八十餘箱。

最後，在各廠之中，一般規模較大，排板車數量較多者，實際產量，大抵較其他各廠為多。如蘇州鴻生、周浦中華、黎明、大明、上海榮昌等，最為翹楚；而大華、通燧、正豐、鎮江榮昌、新華、新生、正明等，又略次之。其餘各未停工各廠中，當以茂生、中國、福新、中南等數家，總產量為最少。

再第三區各會員工廠逐月產量亦可並舉之以為比較：

表五 上海火柴業產品國內市場概況表

廠名	每月銷售量概數(箱)	各地市場所佔百分比(%)	
		本市	外埠
上海榮昌	—	—	—
美麗	—	—	—
上海	—	—	—
金鼎	—	—	—
二	—	—	—
〇〇〇	—	—	—
本市一六	—	—	—
甯波八	—	—	—
鎮江南京蕪湖四	—	—	—
五	—	—	—
徐州蚌埠一四	—	—	—
平津九	—	—	—
湘漢八	—	—	—

周浦中華	全	上	二、六〇〇	本市一六	甯波八	鎮江南京蘇湖四
蘇州鴻生	紅寶塔、白寶塔	二、六〇〇	五	徐州蚌埠一四	平津九	湘漢八
鎮江榮昌	美麗、上海、金鼎	九〇〇	蘇州無錫常熟一〇〇	本市一六	甯波八	鎮江南京蘇湖四
大明	南京、大明	二、〇〇〇	五	徐州蚌埠一四	平津九	湘漢八
正豐	甯波	一、二〇〇	華南一、五七	華中七六、六〇	華北二一、八三	
中國	鎮江、鴻福	八〇〇	華北七	山東七	河南六	江蘇七四
黎明	黎明、蘇北	二、〇〇〇	本市三	南京三四	浙江八	漢口二
大華	大華	一、〇〇〇	二	天津三三		
新華	泰山	九〇〇	山東五八、三	華北一〇、四	華中	
通盛	南通、古鋒、狼山	一、一〇〇	二	蘇北五、七	本市二、六	
瑞生	獅頭、黑人、工讀	一〇〇〇	三	蘇北五、七	本市二、六	
新明	新生、天字、白榮	九〇〇	三	蘇北五、七	本市二、六	
瑞明	採菊、飛熊	六〇〇	三	蘇北五、七	本市二、六	
新大	大喜、民主	五〇〇	三	蘇北五、七	本市二、六	

原料種類	是否限額	來源	每箱需用量	現在每月需用量	單價(美金元)	總價(美金元)
赤磷	是	美	〇·三五〇八(公斤)	八·四二〇(公斤)	一·五〇	一二、六三〇·〇〇
氯酸鉀	是	美	五·三〇五(公斤)	一二七·三二〇(公斤)	〇·三二	四〇·七四二·四〇
紅礬	是	美	〇·一四三八(公斤)	三·四五〇(公斤)	〇·五〇六	一、七四二·七〇
硫磺	是	美	〇·四九九(公斤)	一一·九七〇(公斤)	〇·一六	一、七一一·二〇
棉洋木	是		七二(平方尺)	一、五五五·二〇〇(平方尺)	〇·一三	二〇二、一七六·〇〇
石蠟	非		四·五四(公斤)	一〇八·九六〇(公斤)	〇·四四	四七、九四二·四〇
鈣白	非		〇·一四(公斤)	三·三六四(公斤)	〇·四四	一、四七八·四〇

以上各原料共計即爲三〇八、六三〇·一〇美元，每三個月即共需九二五、八九〇·三〇美元。如將生產數量提高至每月四萬二千一百五十箱，則每季原料輸入當需外匯一百七十萬美元之鉅。此一數字，目前恐非政府存底所願支付。因此原料既受限制，生產力的提高也殆無可能了。

據公會方面聲稱，在三十六年度第二季限額內，其化學品經工業協會

大中	一字、一品、紅牡丹	六〇〇	蘇浙皖九二	華北八
正明	福昌、虎頭	四〇〇	華北六六	東北二一
明昌	明明、大鵬	一〇〇	華北八五	本市三〇
明東	百吉、咖啡	八〇〇	本市七五	甯波五
遠東	鯉魚	五〇	徐州一五	崇明一
國光	國光、天竹	三〇〇	青島三〇	南通四
金城	金城	六〇〇	青島三五	天津五
茂生	滬江、觀音	二五〇	本市京滬杭一帶	
第一工廠	九福	三五〇	鎮江三〇	青島三〇
合作工廠	新福新、羊城	四〇〇	天津四〇	蚌埠四〇
中福	中南、採菱、老頭	九〇〇	南京五	徐州七〇

四 原料及其他問題

火柴工業所用原料，如化學品、梗片，甚至包裝材料等，大抵仰仗泊來。際此外匯配額極端緊縮期間，其輸入自大受影響。據公會方面的調查統計，全市各工廠以每月生產火柴二萬四千箱計，所需原料和價值，即當如次：

分配者，僅五十萬零五百美元，而申請分配者達一千五百餘廠，申請總額爲一千零十五萬美元，因此核准額僅爲申請額的百分之五，每廠平均獲得八千四百三十五美元。每月平均，不過二千八百一十一元許。此數對於實際需要，距離太大，當是毫無疑問的。

再三十六年度第三季(八月至十一月)各廠所獲外匯配額，其詳如次

金城	赤磷	一、一七六二	〇、七三	八五、二七	美
	紅磷	二、六七三、二七	〇、一六四	二、七四、九一	美
	硫酸	一、六七三、七三	〇、〇四	一、三三、一九	美
茂生	赤磷	五八〇、三六	〇、七三	四三、六九	美
	紅磷	八、二九一、二五	〇、二六四	一、三五九、七五	美
	硫酸	二、三五、六九	〇、〇八	六六、〇七	美
合作工廠	赤磷	七九七、七〇	〇、七三	五八、三三	美
	紅磷	二、三九五、八九	〇、一六四	一、八六、八九	美
	硫酸	一、三三一、一五	〇、〇八	七六、〇七	美
福新	赤磷	九一五、〇九	〇、七三	六六、〇二	美
	紅磷	一、三〇七、三九	〇、二六四	一、四三、九五	美
	硫酸	一、三〇七、三六	〇、〇八	八八、四一	美
中南	赤磷	一、四三、四八	〇、七三	一、〇五、〇〇	美
	紅磷	二、〇六、三三	〇、一六四	三、三九、四七	美
	硫酸	二、〇六、〇四	〇、〇八	一、三九、三九	美

據上二十六廠所共能分配的進口限額，共計一七三、一一九、五三美元，平均每月即為五七、七〇六、五一美元。以二十六家平均分配，換言之即每廠每月所得不過二、二一九、八〇美元，其微細亦可以想見矣。再以上述配額總數與實需比較之，僅及其百分之十八左右，欲使生產力能維持不墜，亦當是十分困難的了。

再美商在華，設有美光火柴公司。以其資力之雄厚，機械的新穎，本國同業，自當以激烈的競爭為苦。按該公司轄有製造廠一所，每月最高，產量可達四千箱左右，至卅六年度實際產量，亦可附錄如次：

一月	六七一、〇(箱)	五月	七三六、三(箱)	九月	一五九〇、一(箱)
二月	一五〇九、〇	六月	一一九六、一	十月	二四三一、五
三月	一〇二〇、四	七月	二一九六、三	十一月	二一〇五、三
四月	一三二五、三	八月	一九二九、〇	十二月	八五〇、一

共計全年產量為一七、五六二箱平均每月產量即為一千四百六十餘箱。

至火柴工業亦遭遇其他工業的一般困難，如稅率日高，資金日短，成本遞增等問題，而機械設備的徹底改良，尤為目前環境所不許。凡此種種俱暫略之。

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

證券實務

經營證券之研究

完(下)

湯心儀

四 經營證券之方法

無論自投資抑自投機目光而言，吾人經營證券，目的要在漁利，就當前情況言，經營證券而能獲利者，固不在少數，但因經營不善而失利者，亦復比比皆是，因之經營證券之方法，在投資學中，可稱為最艱深，亦最重要之課題，茲略舉方法如次，以供有心人士之參攷：

一、證券種類之選擇 吾人購買證券之目的，無疑當在牟利，而證券市場下，股票種類繁多，即譬吾人所有，不能空羣購進，何況市場上股類，有者獲得羣衆之擁護，有者為大衆所唾棄，有者足以領導羣衆，有者祇可隨波逐流，吾人購買之間，應詳加審慎，亦不可冒昧從事，而在購買之前，下列各點，尤宜深加注意，

(子)該項股票之市況 即該項證券，在市場上，是否獲得大衆之青睞，而有廣大之銷路。因股票在市場上如能得大衆支持，則該項股票，定屬上漲較易，下跌較難，吾人購買既易，脫手亦無困難，亦即通人所稱之熱門股。誠然冷門獨出，未嘗無之，但在一般情況下，吾人甯以購買熱門股為合算，因一旦吾人需要現金，熱門股脫手較易，而冷門股之情勢，則顯然不同，有時則購進不易，有時則脫手較難，所謂資金安全，便有問題，試以上海證券市場言，如永安紗廠、美亞綢織、信和紗廠、新光內衣、景福衫襪、華豐搪瓷、勤興衫襪等。均可稱之為熱門股，如其市況利多，吾人購買之餘，當可獲利壘壘，即或市場情況較次，吾人經營之際，亦可損失無多，吾人既有意在證券市場活動，對於證券內容，務應成竹在胸，切不可人云亦云，而自貽伊戚。

(丑)發行股票公司之內容 一切證券，非由政府所發行，即由工商公司所發行，而在上海證券市場中，目前尚僅以工商公司所發行之股票為

限。至於公債及外國公司之股票，以後是否上市，不在此間討論範圍之內。吾人既出資購買工商企業之股票，是即有意參加該公司無疑，質言之，亦即吾人投資該公司為其股東是已。吾人既欲為公司股東，則該公司之營業狀況是否滿意，管理組織是否適當，尤其資金之流轉，以及盈利之多寡，吾人均應有深切之瞭解。至於公司內容，吾人平昔或則早已注意，或則閱讀其資本表報，而加以分析，必也內容殷實，業務繁榮，而其上市股票，又復走勢良好，獲人支持者，該項股票，方值得吾人之投資。

(寅)投資者之實力 同時投資者之實力如何，與購買證券之類別，亦有相當關係；如吾人實力充足，無論購買大型股票，或者小型股票，均無不可；但如實力較次，則購買大型股票，便易發生危險，因實力不足，祇可做遞交，如股市走勢，適與本人經營者相同，固可獲利；但或相反而且風浪甚鉅，危險實甚，故在經營股票時，對於投資者本身之實力，亦應加以考慮，試就滬市證券市場實況言，永安紗廠股票，最受大衆歡迎，但目前該股成交單位為十萬股（如增資則當然成交單位數額更須增加），每股現貨市價四月份在一千八百元左右，則十萬股共須一億八千萬元；次之如美亞綢織股票，成交單位雖祇五萬股，但三月份每股市價在三千元以上，亦非有資金一億五千萬元以上，不能運用。以上海工商之繁榮，財富之集中，資力能勝任者，當然甚多，但資力較次，而亦有興趣於證券投資者，為數更衆，則證券對象，便應移轉。如信和紗廠，以五萬股為單位，三月份每股在八百元左右，則所需資金，約在四千萬元左右。又如新光內衣及景福衫襪等股，成交單位均為十萬股（最近均已增資），每股價格在二百三四十元左右，則所運用之資金，祇須二千數百萬元已足，等而下之，如新華等股，則千萬元左右，亦可敷用，由是可知經營證券，與吾人實力有關，如不度量力，而祇知見獵心喜，勝則祇益其驕，盡情揮霍，敗則慘

然塗地，不可收拾，實非投資證券之本意，吾人絕對不可效法。

(卯) 投資分散之原則 吾人在選擇證券時，尚有一點應加注意，即投資分散之原則是。良以吾人購買證券，目的首在牟利，初非長期貯藏。自以購買熱門股票，較為合算。但吾人對於各該公司，即全已有深切認識，但未見有密切之關係，如將所有資力，全部集中於一種股票，殊為危險，因該股票上翔，固可獲其利，設不幸該股票下跌，便將首當其衝，如將資金分散，多購數種股票，則其中一種跌，或有他種漲，所有損失，便可抵銷一也；如股市飛黃騰達，各股亦可同時上翔，並無若何不利，二也；再則所謂投資分散之原則，乃指資金之分散，應及各種不同之股票而言，如投資永安紗廠股票及信和紗廠股票，驟視之，未嘗不合投資分散之原則，但細按之，永安與信和，同屬紗廠，兩者之升沉與季節性，完全相同，兩者分投，較之不分投者，固已較佳，但此間所謂投資分散之原則，乃指一方投資紗廠，一方投資織綢或百貨商店等，方能名實相符，吾人所以如此者，一言以蔽之，在求資金之安全而已。

二、購買證券時間之選擇 吾人經營證券，不外證券之賣買而已，除賣出問題，容後討論外，茲擬檢討購買證券之時間問題，亦即何時增進，方屬合算也。依照常例言之，證券之購買，當在利多之時行之，而所謂利多，更可作進一步之解釋如下：

(子) 環境有利時 所謂環境，又可分為數方面加以檢討，如物價上翔，而股價尚未變動，則在此時購進，乃屬有利，一也；次之如金鈔同為投機性物資，且常為通人所珍愛，如均許自經營，則資金勢必分散，反之如金鈔禁止交易，則股市可以稱雄，環境利多，二也；又如國外借款，本可告成，忽又中途變化，趨於停頓，此一環境之利多，甯待深論，三也；再如政府財政預算，無法平衡，而在預算公佈之時，較以前者增加數倍，則其時環境利多，亦至明顯，四也；未如證券證金，本須五成現金，今政府以一紙命令，通過減為三成，則其環境利多，亦屬顯然，五也。所謂環境，乃係一時現象，而非永久現象，吾人務須隨機應變，而不能拘泥成見，方能利用環境，從中漁利。

(丑) 銀根較鬆時 在金融市場上，銀根之變動，常隨資金之多寡，與夫需要之強弱而定。設是日需要者少，而供應者多，則銀根較寬，反映於商品市場者，為物價之上翔，而反映於證券市場者，為股價之上騰，就

平時情形言，本有所謂金融季節，上海在二三月、七月、及十一月間，銀根較為寬弛，但自實行法幣政策後，此一現象，已漸改觀，尤其自抗戰以還，各地之破壞日甚，上海之畸形繁榮日甚，政府之通貨長期膨脹，各地資金，羣趨上海，上海之銀根，遂長期趨於鬆弛，尤以四十月間，政府債券類，例須還本付息，而市場游資，益形泛濫矣；

(寅) 物資不足時 凡在物資不足，亦即求過於供期間，物價最易上翔，而股市亦甚為活躍。奈物資所以不足者，或由於國外輸入減少，或由於國內生產不足，如吾國目前對於輸入物資，採取限制制，而此次限額，係以外匯之豐吝為對象，並非以人民之需要為對象，則輸入之日趨減少，已有事實為證明；再就國內生產而言，亦以原料存底日少，機器均屬陳舊，人工則異常昂貴，開支則異常浩大，則其製品祇有減產，而不易增多，要屬理所必然。物資既然不足，物價自將上漲，而股市之易興起，亦所謂勢有必至也。

(卯) 人心之樂觀 人心之樂觀，本非一蹴可成，必待各種消息，均屬利多，股價漸次上升之後，股票市場中，人頭簇簇，笑語風生，均覺此後股市，希望無窮，於是舊多加碼，新多續來，而賣出者無幾，在如此情況下，股價之愈拾愈高，直上青雲，亦所謂事有必至，理有固然。吾人應知在環境有利，銀根較鬆，及物資不足之情況下，股票雖見上翔，但倘有其限度，惟在人心樂觀之情況下，即消息有何不利，亦能逢凶化吉，遇難呈祥，而股價繼續上漲焉。

此外尚有在股價長期下跌之後，或者在工商業欣欣向榮之時，購買證券，亦屬有利。總之，吾人購買證券，務在消息利多，或者股價長期下跌之後，如股價上漲已多，則居高務宜思危，即或前途仍可看好，亦不宜放手購進，慎防反動之來，一瀉如注也。

三、出售證券時間之選擇 吾人購進證券之後，是否虧損抑盈餘，必待將證券出售後，而後方可計算。通常經營證券者，購進時目光甚為準確，但以脫售之不得其時，以致有時則反致虧損，有時則獲利無多者，時有所聞，此皆不能利用時間因素之過也。利空之因素，與利多適屬相反，吾人祇須研究上節相反之情況，而加以適當之措置，自可左右逢源，無往不利，惟尚有一點，有加以敘述必要者，即逢高脫售是已。

夫寒來暑往，四時以成，盈虛消長，變化循環，即股市亦復如是，既

有欣欣向榮，連朝上漲之時，亦必有黯然無色，長期蕭條之時，吾人經營股票者，在其上翔時購進，則在其下落時必當售出，庶可從中獲利，此則經營證券者，無不熟知。而癡結所在，在旁觀者固清，而在當局者必迷，雖見高峯點，仍恐高峯續來，售出則坐失良機，不售則機會難再，因循遷延，無法自全，稍一猶豫，變化以生。在此等場合，因無執一以繩之法則，亦無固定可用之原理，常有顧此失彼之慨，吾人應變之道，祇有謀當前環境之適應而已。就一般情形而言，在高峯之時，應注意當時人心如何，及環境是否利多，如此兩者均屬十分肯定，則暫緩出售，尙無妨礙，否則一遇高峯，應以出售爲上策，就我國歷年情形言之，每當春夏之交，股市人心，最爲樂觀，而其時銀根，又長期趨鬆，高峯迭見，常有可能，則保存不售，以待善價，尙有可取之道。如在下半年中，股市平疲之期居多，則一見高價，似以脫售爲上策，惟此僅就一般情形而言，其間變幻之無常，與夫消息之時岐，隨時運用，存乎其心，總之既見高價，售出有利可獲者，尙以售出爲有利，其惟一懊惱爲再見高價，然吾人獲利，一也；再見高價，或不可恃，二也；即今高價可恃，仍可再進，三也；有此三利，似較下跌無利可獲者，略勝一籌，而最重要者，爲吾人之判斷力，祇須判斷力強者，大致可以有利益。

此外尙有在購進證券時，即預定一目標，無論損失若干，抑獲利若干，便行出售，此在股市期間，頗可採用，但在股市一面倒期間，如其所測方向相反，亦可採用，如其所測方向，如與之相同，則實行是法，便覺獲利較次。但不失爲一謹慎之辦法。

四、增資問題 股票增資問題，在上海證券市場中，已引起大眾之注意，此一問題，無論廠商方面，抑經營證券者方面，均有密切關係，我國年來通貨膨脹，物資稀少，公司資產，自而增值，則增資之舉，自亦隨之而來，惟是增資之舉，在證券經營者，其利害如何，殊值得吾人之檢討，茲擬分別論列如下：

(子)自有利方面言：(1)在增資之先，消息發表後，對於證券市場，便有其刺激作用，尤其以增資利益優厚者，更可獲得各方之青睞，而使買風爲之大盛，此在投資家，則可增加其興趣，而在投機家，則有題目可借，從而拉抬；增資股票之易枯竭，而增資股價之易上翔，均屬意料中事，此其消息利多者一；(2)在增資完成，股票重行登場之後，凡屬熱門股

，或有意使其變爲熱門股者，公司當局，及有關方面，均擬設法拉抬，至少應有若干漲停板，方可以引他人注意，裝本身門面，而在股票市場中，方能有其地位，無論內外行，均願意購進保藏，不但散戶有利，即公司當局，亦可利用之以爲吸收資金之手段，此其二：

(丑)自有害方面言：(1)股票籌碼之膨脹。如其股票增資，偶一爲之，當然有利無弊，如其所有股票，悉行增資，而且動輒數十倍，不特市場游資，將逃避他往，即不他往，亦因股票膨脹程度，在短期內且將駕過貨而上之，則其拉抬之不易，亦屬顯而易見，而股市之不易上翔，長處盈權，亦爲必然結果。(2)人心之改變，夫增資消息，偶一爲之，本具有刺激作用，使人樂於購買，但如增資普遍化，則此一消息，不特不易引起他人興趣，且將招致他人厭惡，信仰既已失去，心理便將改觀，此在股市向榮時，或尙可發生作用，如股市已不景氣而猶欲增資，不啻雪上加霜，更毀滅其前途矣。

(寅)增資之方式：至於公司方面，如何方可增資，亦有討論必要，目前通貨膨脹，原料缺乏，公司方面，資金屢感短絀，利用股票增資，以謀資金融通，本屬最有利，最聰慧之方式。茲略述所見如下：(1)認識現況：即在現況利多下，再行增資，如其現況不利多，即行從緩。(2)運用手法：即認爲現況業已利多，而後增資方可開始，但既已決定增資，則應一切從速，因市場游資固多，但其增加情形，係逐月累積者，而股票增資，一年不過一次，最多不過兩次，而且增資期間，大致相同，苟爲入槌足先登，如增資有限，而利息優厚，尙足以鼓動人心，如增資特多，而利息微薄，則其成效如何，便成疑問。(3)證券本身之優劣：如該項股票，業已獲得大眾擁護，即令現況並不十分利多，手法之運用，亦欠高明，究以先天已佳，尙不妨一試；如其該項股票，本落人後，則在現況不利，及手法運用未見高明時，務應謹慎從事，切勿冒險嘗試。

總之，從學理言，貨幣增資，固無不可，但不足引人入勝，至於資產增資，亦即贈股，雖在今日幣值下跌時期，不無可資運用，究有攙水股之嫌，祇以刺激股市，頗有作用，是以上海股市，對於增資問題，已成司空見慣，但在各國幣值較爲穩定者，增資之舉，不過偶一爲之而已，初非如是普遍。

五、長期趨勢之經營 吾人經營證券，首須明瞭長期趨勢，而後再行

投資，則自勝券可操。所謂長期趨勢，觀察時應注意下列各點：

(子) 工商業之繁榮與蕭條 在昔經濟循環期間，各國工商業之繁榮與蕭條，本有軌跡可循，而且往復循環，週流不息，此後各國工商業情況，是否長期如此，仍不可必，但就我國情形言，則生產不易過剩，建設諸待開始，工商業即有蕭條，亦係別有原因，初非因於生產過剩而來，而在建設開始以後，工商業之繁榮，頗有長期可能現象，目前我國工商業，固未步入常軌，但仍逗留於畸形繁榮階段，是以就此點言，則股票長期趨勢，仍屬向上，迨鮮疑義。

(丑) 物價之上翔與下挫 物價如其長期向上，則股市亦屬長期向上，此兩者猶如指臂相聯；反之，物價如長期向下，則股市亦無法獨振，祇有隨之下挫。自抗戰以來，我國物價，長期向上，即股市亦長期向上，除去特殊原因外，此種情況，不致有大大變化。

(寅) 通貨之膨脹與緊縮 通貨而長期惡性膨脹，則股市自將受其影響，而趨於好面；反之，如通貨緊縮，則股市亦將受其影響，而趨於下挫。我國目前通貨膨脹，當局雖在努力設法制止，但在軍事時期下，開支激增，消弭通貨膨脹，困難殊甚，因之股市長期趨勢，當有好面可看。

吾人根據上述，觀察股市，就長期趨勢言，當然仍可購進，此種長期趨勢之經營，實則完全投資而已，不帶絲毫投機性質在內。

六、短期趨勢之經營 長期趨勢之經營，任何人均優為之，惟吾人應知股票之升降，雖有直線上升之喻，而按之實際，均屬曲線行動，即趨勢雖屬向上，其間仍有下挫，但就平均情況言，上升程度，逾於下跌，斯即趨勢向上矣。吾人按照其長期趨勢而加以運用，固有利可獲，但除確係直線行動外，其間曲線上升之差額，固無法爭取，仍不能謂為盡投資之能事。因之股票短期趨勢之經營，遂因運而生，為大眾所矚目焉。

茲試舉例以明之，假定在今年三月中旬，永安紗廠股票十一日行市，以一、五六〇元收盤，十二日升至一、六〇〇元，十三日升至一、七四〇元，十四日星期，十五日回小至一、六八〇元，十六日更小至一、六四〇元，十七日起又回上至一、七二〇元，十八日更見一、八〇〇元價，十九日且見一、九二〇元高峯，二十日稍回至一、九〇〇元，是永紗股票之長期趨勢向上，已無疑義，惟在十三日升至一、七四〇元後，即起回風，嗣於二十日在一、九二〇元高價後，又見回小，吾人如按照長期趨勢法加以

經營，祇購不售即可，但如按照短期趨勢加以經營，則在購進後，於十五日及二十日，均應放空或脫售，至同上時再行補進，則所獲更多，是即短期趨勢之經營也。

兩者比較，則採取短期趨勢經營法者，較之長期趨勢經營法者，更為有利，已無待贅詞。惟是採取短期趨勢方法者，雖云利益優厚，然苟行之不得其當，則不特無利可獲，或且遭受損失。至經營短期趨勢者，對於(1)銀根之寬緊，(2)政治軍事及經濟方面之特殊消息，(3)國際之變化，(4)人心之向背，以及(5)市場方面之動態，均應瞭然於胸，而後見風使舵，隨機應變，方能億則萬中，滿載而歸，否則如出之以健健，則長期趨勢法，未嘗不可使用。

此外尚有中期趨勢經營法者，則介乎兩法之中，以為採用長期趨勢，則未免對於資金之運用，過於守舊，而採用短期趨勢方法，雖則有其利益，但一則吾人須終日在市場盤桓，不可或離，二則股市瞬息萬變，何能悉中節拍，祇有在重大變動時，再行進出，不致如前者之過於呆滯，亦不致如後者之過於冒險，所謂允執厥中，至於究以何法為善，神而明之，尚視投資者之個性，而有所抉擇焉。

七、消息真偽之辨別 吾人經營證券，最感痛苦者，為市場消息之分歧，多空並列，不特瞬息萬變，而且均有作用，吾人置身其中，深感無所適從，因之本有主張者，一入市場，反有大海行舟，操舵匪易矣。惟是吾人對於證券，既已出手，自不能謹慎應付，以謀爭取最後勝利，而其應付之道，不外：

(子) 頭腦務須冷靜 吾人經營任何事業，均應澄心甯氣，用志不分，即經營股票亦然。誠然市場中消息至為紛歧，但吾人絕對不宜輕易為動，意氣用事。應知股市上落，時有變化，尤其在我國證券市場中，大戶操縱之力量甚大，除去特殊情形外，大戶在出籠之前，必先將股價抬高，以便人取我棄，金蟬方可脫殼，又如股市本應上揚，但大戶欲購進時，必先脫售，抑低市價，以便人棄我取，奇兵方可突出，苟吾人不察，頭腦不能冷靜，稍一浮燥，則一着之失，滿盤皆輸矣。

(丑) 常識務宜豐富 吾人不論以經營證券為職業，或者僅屬業餘性質，但既已插手其間，常識務須豐富，如國內棉花缺少，便知紗廠股將上翔；國外生絲不足，便知綢緞股有生路；又如紙張配額減少，則文化股起

竄頭；一般物價高漲，則百貨股必騰昂；此則由於常識豐富，而聞一可以知二；又如交通梗塞，則原料不易運來，物價先漲之後，股價亦將受其影響；短期庫券發行，則游資另有出路，股票增資過多，則認購者裹足，凡此對於股市，立即發生不良影響，此則由於常識豐富，而可觸類旁通者二也；

(寅)消息應求靈通 即消息之獲得，務宜在其他經營者之前，則吾人在證券市場中，自可加以利用，而獲取勝利矣。試以常例言之，如票據交換所當日差出，則市場銀根趨鬆，股市有回振之望（但亦有不振者，則另有其他因素存在）；又如永紗即將增資，而且股東利息優厚，亦有刺激作用，其他軍政、經濟、財政等消息，苟能先期獲得，則在股市上，自可大有作為也。

(卯)判斷應求準確 在消息紛歧，多空爭衡之際，欲求判斷得當，殊非易事，此吾人在股市活動，不易動輒如願也。苟能頭腦冷靜，消息靈通，復加以常識豐富，則亦可以思過其半。如外匯放長，與外匯掛縮，同時謠傳，在當前情況下，除非有特殊原因，否則外匯不易放長，此則有常識者，固易加以判斷也。又如股市熱烈之秋，而有證金減成之說，此舉雖則利多，無背當時大勢，但在有常識者，亦可一望而知其為謠言。惟是有時雖屬謠言，而楮葉頗可亂真者；如發行大鈔之謠，雖不必長為事實，但在通貨膨脹情勢下，常有成為事實可能。又如春秋兩季增資期間，某種股票，尚未增資，但有增資可能，而市場上發生是項謠言，則吾人不特不易判斷，且祇可隨波逐浪。試以巴黎黃金市場而言，本年四月二日起，多頭集團發動攻勢，散佈謠言，謂法國財政部，計劃封鎖面額一、〇〇〇法郎之鈔票，在此國際局勢動盪之秋，抑若確有其事，金價隨之狂跳；又如一九四七年七月間，謠傳英鎊港鈔貶值，雖則並非事實，但衡以當時情勢，確有可能，在此等情況下，判斷之難，不特不易真確，抑且無用，不特此也，如能利用機會，散放謠言，從中取利，固易如反掌也。

八、期限長短之觀察 吾人經營證券，不外多空兩種方法，除非盤旋局面，可無須討論外，至於股市業已步入常軌，情勢利多；或者市面蕭條，股價下挫，則究能連續若干時間，如能加以究研，而分析得當，則有助吾人經營，初非淺鮮，用敢略資所見如下：

(子)普通期限之推測 茲試推測股市盛衰期限之長短。誠然此次推

測，即非信口雌黃，有其獨特見解，而其成效如何，仍難確定，但既定有準則，立有規程，則較之悉出被動，不知運用者，不特勝上一籌，且即者變動，亦易着手。在普通情況之下，不論利多利空，期限不致過長，可以三日至一週為標準。此則因任何消息，凡帶有刺激作用者，不過一時興奮而已，是以有三日至一週，其效用已失，何況在此間期，股市無論上翔或下挫，較之平時價格已有相當差距，獲利時自將脫手或補進。一也。如股市下跌，則每股價格小，市場游資較多；如股市上翔，則每股價格漲，同樣股票，所值金額鉅，市場銀根，自隨之抽緊，足以影響股市之供應，而起調節作用，二也。何況市場消息，變化頻繁，昔日多者，今日可變為空；昔日空者，今日亦可變為多，此一變化，亦可使普通期限，受其範圍束縛，三也。綜此三因，股市上普通利空多之期限，大致不出三日至一週之間，即吾人目光準確認為股市漲跌而賣買者，在三日至一週內，亦可將手續了結，而暫告少休。

(丑)特殊期限之推測 夫證券之升沉，或者因環境之利多消息之偏向，人心之特振，以及銀根之常鬆，亦可在普通期限之外，而又層樓更上，竹節日高者，如證券初振時，本以銀根鬆弛為主，迨後忽又禁止金鈔流通之令，消息自更利多，乃未幾又有增資活動，更可助張聲勢，為日無多，各地游資，又紛紛來歸，環境如此，人心自然振奮，而股市乃長期昂騰，不稍回顧。如三十六年三月至五月間，股市一帆風順，長期向上，但此亦適接三十五年秋季股市瘟癘而來。上海證券交易所，自三十五年九月十六日開始營業後，由於政府開放外匯，公開黃金交易，市場銀根長期趨於緊勢，而外貨湧入，又足使物價平定，工商業無法維持，股市在此半年間，長期下游，無法振作，惟此乃係特殊情形，不可以常理推測，吾人祇能就第一步情況，加以觀察，至其第二步及第三步，祇有到時隨機應變或者消息利多，則售出後不妨再行補進，或者消息長期利空，亦祇有補進後，再行售出，苟能推測得當，所獲固可甚鉅也。

九、扯價與連環套 通入經營證券，常喜利用扯價方法，所謂扯價者，即在經營股票不得意時，如多頭不但不將股票脫售，且在股價下跌時，再行購進；試以永紗為例，如某君在永紗每股市價一千八百元時，認為前途仍行看漲，而購進十萬股，但永紗不特不漲，且受他股之影響，連天下降，最低時且見一千五百十元低價，如某君認為永紗前途仍可看好，而在

一千五百二十元時，又購進十萬股，則其每股成本扯價為一千六百六十元，後來永紗果又升至一千八百四十元，某君於是二十萬股永紗，全部脫售，共計獲利進三千六百萬元，是即扯價之功效也。惟吾人如是經營時，利弊均有；所謂利益，即使用此法，不特不致因股價下降（如做空則上漲）遭受損失，結果且有利可獲，完成吾人預期之目標。但其害處在再行購進時吾人之資力是否充分，如其資力充分，當然可以應付裕如，即全股價再行下跌，亦可再行購進扯算，但如資力不充份，而欲借債購進者，其間尚有利息問題，便應詳細考慮矣。總之，扯價未嘗不可應用，而重點仍在吾人對於股市之觀察，是否能恰到好處，其間吾人對於證券之經營，固不可躁率輕動，而處之以鎮靜，但如股市長期不景氣，則吾人購進後一再扯價，非徒於事無補，而且陷水益深，陷火益熱矣，是可知扯價並非不可應用，但判斷而欠準確，則應用時不特無利，且將蒙重大損失，苟判斷而準確，則應用時固可轉敗為勝，最後奪得錦標歸也。

又如連環套之使用，情況亦屬相同；普通連環套之使用，大致在經營證券，業已勝利之後，但仍認為前途有望，不但不願了結，如經營遞交者，更將盈利所得，連環購進，如股價確又上升，則其所獲自可更鉅，此在心狠手辣者，常喜用之，以冀白手立可成家。吾人誠然不敢謂為股價上翔

證券價格升降比較表

類 別	區 分	三月一日	三月二日	三月三日	三月四日	三月五日	三月六日
永安紗廠	收盤價格	1,015	1,154	1,170	1,162	1,188	1,164
	成交數量	121,000,000	17,000,000	160,000,000	271,000,000	333,000,000	177,000,000
	與上日比較	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	(-)
美亞織綢	收盤價格	11,000	11,300	11,000	11,300	11,000	11,100
	成交數量	2,600,000,000	1,800,000,000	10,000,000,000	1,800,000,000	9,900,000,000	5,700,000,000
	與上日比較	(+)	(+)	(+)	(+)	(-)	(-)
新光內衣	收盤價格	121	128	122	120	127	128
	成交數量	11,000,000,000	11,300,000,000	14,000,000,000	13,800,000,000	11,500,000,000	14,400,000,000
	與上日比較	(-)	(+)	(+)	(-)	(-)	(+)

之後，無層樓更上之望，但就一般情形言，居高究慮思危，且本已獲利，何必鏗而不捨，因長期繁榮與蕭條，究不多見，而此偏面舉措，非有長期繁榮與蕭條，便無法運用，是以目光苟欠準確，不如得意便止，較為穩健，此與扯價不同，因長期繁榮與蕭條，均不多觀，則一二次扯價後，成本已輕，而股價偶一回頭，便可有勝利希望。而連環套則祇須最後欠着便可全軍覆沒，是以就吾人之見解，似以扯價之運用，較連環套為勝，但如分析精微，目光準確，則此兩項方法，均可用之而無往不利。

十、圖表與股價紀錄 吾人既欲經營證券，對於證券之過去紀錄，以及證券趨勢，必先瞭然胸中，而後參以當日情勢，便可智珠在握，億則屢中。利多利空之因素，前已一再言之，至於表示證券過去紀錄，以及證券一般趨勢者，則以利用圖表及股價紀錄，便可達到目的。今試分別舉例說明於下：

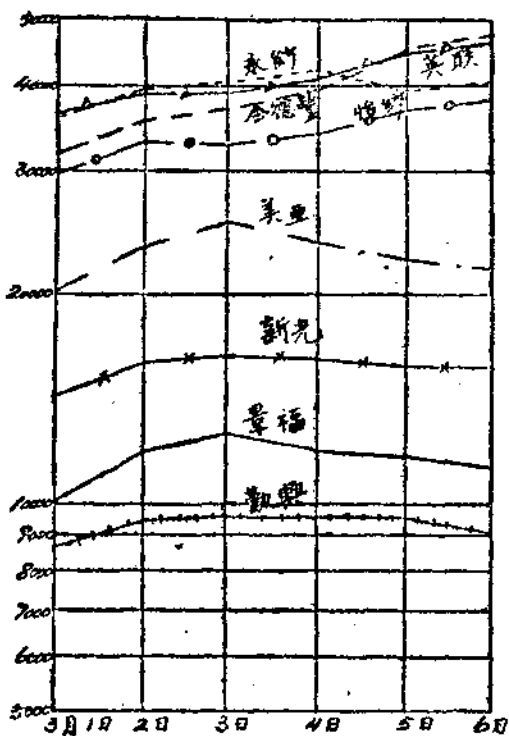
(子) 股價紀錄表 所謂股價紀錄表者，即將證券市場中若干種最重要股票，分別將其價格及成交數量，以及對上日升降情形，列成一表，互相比較，便可明瞭股市一般情形。茲將永紗、新光、美亞、景福、勤興、怡紗、英聯、會德豐等八種股票，三月一至六日之行市，成交數量，及每日升降情形，列表於後，以供參考：

吾人經營證券，除注意股價之變動外，同時對於成交數量，亦應加以注意，此項成交數量，固不能有絕對作用，但亦有相當效力，因成交數量愈多，則與各方關係愈為密切，所謂熱門股者當之無愧，普通所謂熱門股者，易漲難跌，最為投資者所擁護，此其一，再則成交數量，如有突然增加或突然減少形勢，便表示股市之有特殊變化，凡經營者，不能不知也。此外為明瞭各種股票之趨勢，則有股市升降圖，大多根據指數計算，茲將上述八種股票，自三十五年一月以來，其升降趨勢，列圖於後：

股票名稱	收盤價格	成交數量	與上日比較	收盤價格	成交數量	與上日比較	收盤價格	成交數量	與上日比較	收盤價格	成交數量	與上日比較
景福彩襪	150	六五,八〇〇,〇〇〇	(一)	166	九七,〇〇〇,〇〇〇	(十)	178	三五,六〇〇,〇〇〇	(一)	182	九〇,〇〇〇,〇〇〇	(一)
動興彩襪	111	九五,七〇〇,〇〇〇	(一)	111	110,800,000	(十)	115	113,800,000	(十)	114	八〇,〇〇〇,〇〇〇	(一)
怡和紗廠	111	平	平	111	110,800,000	(十)	111	113,800,000	(十)	111	八〇,〇〇〇,〇〇〇	(一)
英聯船塢	111	二二萬	(一)	111	二五·五萬	(一)	111	二二·五萬	(一)	111	二二·五萬	(一)
會德豐	111	二九萬	(一)	111	二五·五萬	(一)	111	二二·五萬	(一)	111	二二·五萬	(一)

附注：外股如怡和，英聯，及會德豐等，尚未正式上市，是以成交數量，迄未公佈，故上表未能列入。

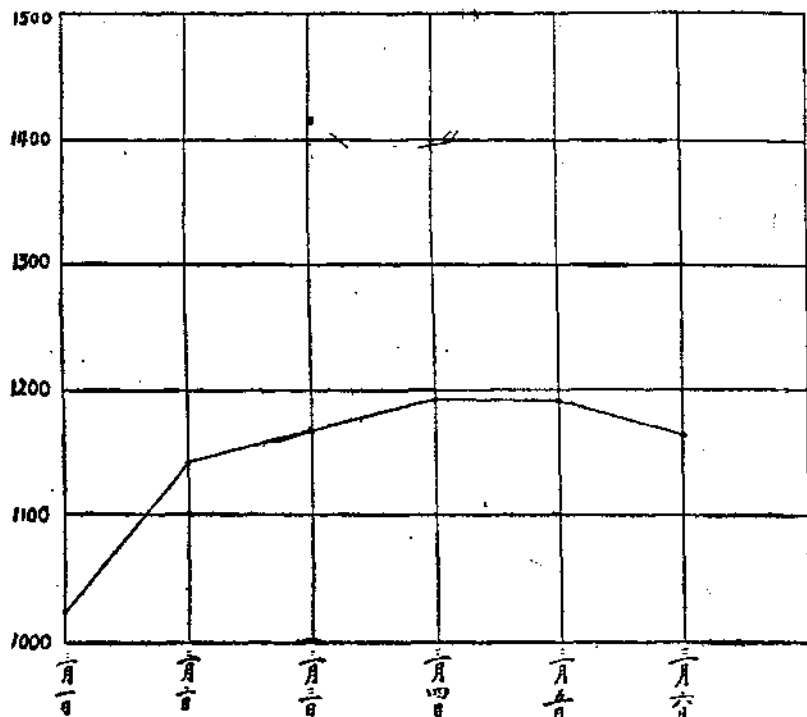
證券升降趨勢圖 基期三十五年一月二〇〇



荷以三十五年一月為基期而加以計算，則以會德豐、英聯、上昇最鉅，計達四萬倍以上，五萬倍不足，永紗在四萬倍左右，怡紗更次之，在三萬八千倍左右，美亞在二萬倍以上，新光一萬八千倍，景福一萬三千倍，勤興九千倍左右，雖其準確性如何，容有可議之處，但其代表股市上升之趨勢，以及各種熱門股之走勢，則固可一覽無餘，而吾人實力如何，應經營何種證券，亦可一覽而知。

最後尚應論列者，則為某種股票之走勢，以供讀者之參考，普通此種股票，必為個人所經營者，不妨以一月為單位，每日隨股市之動盪，而列成曲綫圖表，頗有參考價值。茲試以三月一日至六日之永紗走勢，列圖於後；

永紗走勢圖 三月一日至六日



吾人檢閱上圖，便知在三月一日至六日之間，永紗走勢大致向上，則此後應如何經營，當有其參考價值。惟吾人應知所有證券之圖表與紀錄，僅可供參考而已，決不能過份迷信，認為惟一南針。良以目前經濟情勢瞬息萬變，其間錯綜複雜，不可究詰，詎有祇憑過去，便可盡測未來之理，而圖表之效用，充其極，不過表示過去之紀錄而已，吾人明乎此，方可談利用圖表。吾人苟有志經營股票者，在每日清晨，必須瀏覽報紙，研究各方消息，或有關股市報道，而後再憑個人見解，認為本日股市，走勢向下或向上，而後方可下注，苟能長期留意，詳加探究，則自能氣機交流，精力貫注，而後出之行動，自能無往不利。

五 結論

上海自證券交易所成立後，在資本市場中，頗有貢獻，但亦有若干偏見人士，認為有投機操縱之嫌，不知任何交易，均可投機操縱，此不特吾國為然，即英美等國，莫不皆然，苟能環境改良，則自可逐漸納入正軌，如美國之紐約證券交易所，棉花交易所，以及芝加哥穀類交易所等，在昔投機風氣，盛極一時，自從迭次法令管制後，調劑盈虛，繁榮工商之成效大著，而投機操縱，固積居奇之風氣日減。上海證券市場之投機行為，吾人固不否認，但其吸收游資，平衡物價之功用，固不可沒，自遞延交易實行後，上海游資之為吸收者，已逾萬億以上，苟非利用股市，疏導游資，則對於物品之壓力，自將加重，而物價之騰昂，更將慘烈，亦可斷言。尤其今春以來，物價上漲，已達三倍，而股市上翔，不過倍許。是可證明證券市場，不特吸收游資，已漸步入常軌，苟能勤加愛護，多方扶植，不特稅收可以增加，游資得以吸納，而且環境許可，通貨不再膨脹，一切漸趨正常，則經過股市橋樑，將游資化去，使生產增加，固極有可能，而與英美一般證券交易所，並駕齊驅，亦非難事。惟是任何事業，成功極難，而破壞極易，尤其在當前經濟動盪，人心浮動之環境下，功不易睹，而過則易見，所謂欲加之罪，何患無辭，然則有關當局，應如何知幾其神，履霜於漸，放大目光，頻加愛護，使此甫經萌芽之上海證券交易所，得以發揮功能，日趨光明之域哉。

外情介紹

三十年來的國際資本市場(一)

吳羣敢

資本的加速累積及其對國外市場的大量輸出，是二十世紀以來世界經濟最顯著的特徵之一。特別是從第一次世界大戰以後，工商業股票和公司債的大量發行，長期資本市場在國民經濟結構里所處地位的日益顯要以及海外投資的銳意經營等等，不但是少數先進資本主義國家（例如英國和美國）的本色；而且也是世界經濟（除了蘇聯社會主義制度以外）一般的現象。

但在這近三十年以來，國際資本市場的發展，却是充滿了錯綜複雜的變化，走着坎坷不平的道路，陷入了戰爭與和平，繁榮與恐慌循環交替的深淵；甚至它底存在也受到了相當嚴重的指責和威脅。當這世界正在進入新的經濟大恐慌的前夕（一方面是資本過脹的膨脹，另一方面却是資本貧乏的飢饉）；將這三十年來國際資本市場的種種變化作一總結，指出發展歷程各個階段的基本特徵和某些主要國家資本市場的相互關聯，對於發展國際金融固甚必要，對於建立中國長期資本市場也想非無益。

本文對於近三十年來國際資本市場變遷史的处理，擬分為五個階段：第一、是從第一次世界大戰到一九二九年美國經濟大恐慌以前的時期；第二、是從一九二九年十月到一九三二年全世界經濟大恐慌的時期；第三、是從一九三三年到一九三九年世界經濟從長期的蕭條進入到新的世界大戰前夕的時期；第四、是從一九三九年九月到一九四五年八月整整六年的第二次世界大戰的時期；第五、是最近（戰後）新的經濟大恐慌在醞釀和迫近中的時期。本文擬從這五個階段來分別探討世界各國證券市場的一般趨勢，企業資本的循環變動和海外投資的相互角逐，許多有關的因素（例如收益率和利息率，銀行存款和信用政策，國際均勢的變動和政府控制的加強

等等資料），都儘可能地援引和整理，至於各國證券市場特殊的變動和交易所組織上，技術上的演進，或因限於篇幅或因限於資料，都不在討論之列。

一、從第一次世界大戰以後的不景氣到一九二五年以後的大繁榮（一九一八年至一九二九年九月）

整整四年的第一次世界大戰，對於國際資本市場起了十分顯著的影響：一方面，由於在戰爭過程里列強力量對比的重新組合，各國海外投資的分布和性質也完全改觀；另一方面，由於四年長期戰爭的蹂躪和負荷，各國的資本市也都顯得十分貧乏和枯萎，直到一九二五年喘息已定以後，才又開始欣欣向榮，形成資本主義史上空前的大繁榮。

海外投資的再分配

先從海外投資的再分配說起，第一次世界大戰以後海外投資分佈完全改觀的第一個特點是：德國由債權國淪為債務國。在戰前，德國原是歐陸有數的債權國之一（擁有五十六億美金的國外資產），對中東和非洲的投資僅次於英國；但在戰敗以後所有的海外資產悉被戰勝國瓜分殆盡；再加上戰爭的摧殘和戰債的重擔，德國不得不向各國借債度日，列強資本也就大量輸入德國。在一九二四年，不論德國戰債的支付如何浩大，德國資本的入超還是四億二千萬美金，一九二五年增至八億五千七百萬，一九二七年更激增至十億九千二百萬，一九二八年十億零七百萬，一九二九年雖因美國股市投機的空前繁榮而使各國資金紛紛騰集紐約，德國的資本入超也還有五億五千萬美

金；每年資本入超的數字，說明了德國淪為全世界最大債務國的悲慘命運。

第二個特點是：法國海外投資的地位一落千丈。在戰前，法國的資本輸出僅次於英國（擁有八十七億美金的國外資產）；但在四年苦戰以後，法國雖然獲得「慘勝」，但却無實力從事新的海外投資。在戰後開頭的幾年，由於法郎不斷貶值的威脅，使得法國資金羣相逃亡海外；但這些資金祇是把外國市場當作保全價值的避風港（甚至還有一大部份流亡資金參加當時紐約股市和房地產的投機），根本談不上投資。一九二六年法郎穩定以後，法國資本流動的趨向就容易判明了，一九二七年資本出超五億零三百萬美金，一九二八年減至二億三千七百萬，一九二九年反而入超二千萬，一九三〇年入超竟增至二億五千萬。這固然與法郎穩定以後法國流亡資金的重返祖國有關，但法國對海外投資能力的減削從此豈也不是暴露無遺了嗎？

第三個特點是：英國海外投資能力的劇減。在戰前，英國原是全世界上最老牌的資本主義國家，擁有最大的海外殖民地最多的國外資產（約有一百八十億美金），在英國的國際支付里，有一個可觀的比例是由海外投資的收益來維持；但在戰後，四年的長期戰爭使得大英帝國疲憊不堪，資困萬分，無力再作新的投資，右列英國國外資本發行（Capital Issues for foreign accounts）數字的劇減，就是一個最好的說明（註一）：

一九一三年	二四三（單位：百萬英鎊）
一九二七年	一三四
一九二八年	一〇八
一九二九年	四七

再從資本的流動（Capital movement）來看，在一九一三年英國的資本出超是七億美金，一九二四年減至三億八千萬，一九二五年再減至二億六千萬，一九二六年由於英鎊恢復戰前的比價，過去流亡海外的資金紛紛返歸祖國，反而入超了一億二千七百萬美金之多。『在一九二九年英國全部的海外投資總量估計約三十七億三千八百萬英鎊』（註二），這數額在表面上似與戰前的投資總量相差無幾；但由於英鎊實際購買力貶低的影響和繼續投資能力的劇減，英國在海外投資市場里的地位已經與戰前大大不同了。

第四個（但却是最重要的）特點是：美國以後來居上的姿態踏進了國際資本市場的共舞台；而且正以日益豐沛的實力推行着資本的輸出。『在一九一四年，外國在美國的投資超過美國的海外資產約有三十億美金；但在戰後，美國的對外貸款却已建立起了一个强大有力而且不斷增加的借方差額；到了一九三〇年底，美國長期資本的國外投資約達一百億美金，而且這數字還沒有包括約有七十四億美金的戰時貸款在內。』（註三）於是，美國由一個債務國一躍而為全世界最大的債權國，紐約開始代替了倫敦成為支配國際資本流動的總樞紐；這就是第一次世界大戰對於國際資本市場所引起的最顯著的影響。

海外投資市場性質上的蛻變

任何事物都可以從數量（Quantity）和質量（Quality）兩種觀點來探討，在上面我們已經從數量變化的比例里考察過第一次世界大戰對於國際資本市場的影響；現在我們不妨再從本質的視野來估量第一次世界大戰對於國際資本市場的影響。

『在戰前的時期里，海外投資是以「長期」為其主要特徵。一般的信心使得投資者可能將其貨幣資本長期地投向國外的市場。雖說政府的貸款并非不重要，但絕對大多數的投資是屬於私人的；而且即使在這戰前的政府貸款里，一般都有着明確的經濟性的用途。』（註四）這一段話正概括地說明了第一次世界大戰以後海外投資市場性質上的蛻變。

試以戰前法國海外投資的性質為例，『法國全部海外投資半數以上（或者有四分之三）是直接屬於經濟性用途的』（註五）；再以戰前（一九一三年十二月）英國為例，當時英國對自治領或殖民地政府貸款為六億七千五百萬英鎊（占全部海外投資百分之十八），對外國中央政府貸款僅二億九千七百萬英鎊（百分之八），對外國地方政府貸款一億五千二百萬英鎊（占百分之四），三者合計不過占英國全部海外投資百分之三十；而英國對外國鐵路股票的投資却有十五億三千一百萬英鎊（占全部海外投資百分之四十一），對其他工業證券的投資也有十一億零八百萬英鎊（占全部海外投資百分之二十九），合計英國經濟性的海外投資占總數百分之七十左右（註六）。

但在第一次世界大戰以後，在國際資本市場上長期資本與短期信用用的比例，海外投資經濟性的本質，都已完全改觀：第一、由於戰後國際矛盾

的日趨尖銳，差不多沒有一個國家的私人投資者敢於向遙遠的國外市場投資，在國際市場上流轉着的資本，主要的自不能不由各國政府間的貸款來相當。

第二、由於戰後國際關係的不斷惡化，每個強國佈置政治鬥爭和軍事鬥爭的準備也日益積極，各國政府與政府間的貸款也大部份用在收買同盟國家和鞏固國防的用途上，戰前純經濟性為主的海外投資現在是罕見如同鳳毛麟角了；

第三、由於戰後國際局勢的動盪不安，在國際資本市場上短期信用所占的比例反較長期投資為大；特別是在戰後國際支付關係極度混亂的時候，國際間的短期信用常常被當作抵償支付差額的臨時工具（等待每年或數年支付差額完全結清後再運送黃金抵償）；於是，短期信用的活躍也成為戰後國際資本市場諸特性之一。

總結來說：從個人的海外投資到政府的國際貸款，從純經濟性的榨取到超經濟性的侵佔，從長期投資到短期信用；這些就是第一次世界大戰以後國際資本市場本質上改變的三個屬性，三個側面和三個特徵。

證券市場的從不景氣到假態繁榮

我們在上面已經從數量和質量的兩重角度分別考察過第一次世界大戰以後海外資本市場的新動向；現在我們開始回過頭來，將視線移向各國國內的證券市場。事實上，資本的流轉是無國界和無國籍的，國內的資本市場和國外的資本市場是互相聯系而且匯成一片的；分別的敘述，並不是分割支解，僅僅是爲了剖析的方便而已。

證券市場的興衰榮枯，是測度近代資本主義社會工商業動向的晴雨表；但是這決不是說證券市場可以離開社會工商業的基礎而獨自發展，社會經濟的一般狀況，特別是工商業的收益率、銀錢業的利息率、週轉率、貼現率等等，無一不在影響着證券市場的興衰榮枯，我們底剖析，也應該從這一方面着眼。

首先，讓我們從一般的現象講起。

在四年的長期戰爭以後，世界各國大都精疲力竭，貧困不堪；特別是在一九一九年，歐洲各國已陷入生產紊亂和經濟蕭條的深淵，全世界都面臨着糧荒、煤荒和屋荒的重大威脅。在這個時期，生產衰退、貿易停滯、幣制紊亂、信用緊縮，證券市場自也萎靡不振，生氣毫無。但在五年的休

養生息以後，生產和貿易都已漸復常態，幣值穩定，信用擴張，從一九二五年以後各國的證券市場也又都欣欣向榮，到了一九二八年和一九二九年間，大西洋兩岸的經濟學者無不喜氣洋洋，一致謳歌着資本主義制度空前的大繁榮和大勝利。

最能夠說明當時這種盛況的就是統計數字的自身。第一、資本主義最富有和最強大的美國每年新發行的股票數額，就很能夠說明當時資本供給的從匱乏到飽和的趨勢（註七）。

年別	一九一九年	一九二〇年	一九二一年	一九二二年	一九二三年	一九二四年	一九二五年	一九二六年	一九二七年	一九二八年	一九二九年
股票發行數額	二,五六一,〇七二	三,七九	六,三四	七,美	八,六一,三一一	一,三六,一七三	三,六七六,九三				
指數	一〇〇	九六	一〇〇	一〇七	一〇七	一〇七	一〇七	一〇七	一〇七	一〇七	一〇七

（單位：百萬美金）

從上表里可以看出：自一九一九年以後，美國每年新發行的股票數額逐年減退，在一九二一年時竟祇有一九一九年百分之十八；到了一九二五年以後才徐徐恢復，一九二九年發行的股票是一九一九年的四倍半（超過一九二一年的二十四倍）。

再從紐約證券交易所上市股票的種數、股數和成交金額來看：「一九一四年在紐約證券交易所上市的股票祇有五百十一種，一億五千一百萬股；但在一九二九年却有股票一千一百七十六種，七億五千七百萬股以上。發行股票種類和數量的每年增加，也很明顯。在一九一四年以前，任何一年股票發行種類的增加都極溫和（祇有一年增多了四十一種）；但在一九二三年上市的股票增加了一百一十一種，一九二九年增加了一百十七種。股票數量的增加也是如此，在一九一四年以前，任何一年的新股票上市都沒有超過二千萬股；但在戰後，每年增加的股票大多超過此數，在一九二六年增加了五千八百萬股，一九二八年增加了一億零二百萬股，一九二九年更增多三億七千萬股以上。紐約證券交易所的每日成交金額也同時激增，每日三百萬股的交易，祇在一九〇一年有過一次，在一九一六年有過一次；但在一九二五年的十一月就有過兩次，在一九二六年有過三次，在一九二七年的下半年，三百萬股的交易屢見不鮮，在一九二八年的三月，達到四百萬股，同年十一月達到六百九十萬股，在次年（一九二九）三月出現了八百二十萬股成交的新紀錄，許多人都相信當時每日平均的成交股數在六百萬股以上。」（註八）

紐約證券市場(這個全世界最大和最具有代表性的證券市場)的繁榮，由此可見一般。

第二、從法國每年新發行資本數額的增加里，也可以看出在一九二五年以後法國工商業資本的擴充和工業生產的復蘇(註九)：

年 別	每年發行資本額 (單位：百萬法郎)	工業生產指數 (一九一三爲一〇〇)
一九二五年	三〇七	八五
一九二六年	四〇一	九九
一九二七年	六六六	八七
一九二八年	八七六	一〇〇
一九二九年	一、二五九	一〇九
一九三〇年	一、八二三	一一〇

第三、從一九二五年以後各國證券交易所上市證券每年平均價格指數的普遍上漲里，也可以看出當時各國證券市場的活躍和繁榮(註十)：

年 別	美國	英國	法國	加拿大	德國	澳大利亞	荷蘭	波蘭	瑞士	捷克
一九二五年	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
一九二六年	113.1	105.5	110.7	113.3	115.2	115.4	100.0	61.9	110.5	90.9
一九二七年	133.0	113.8	114.1	133.6	116.5	111.8	119.7	114.5	113.6	112.6
一九二八年	174.5	130.3	110.3	115.5	113.6	111.8	113.6	117.5	116.1	114.4
一九二九年	224.2	177.5	135.6	115.2	113.1	115.8	114.7	117.0	116.1	112.5

在這短短的五年里，加拿大證券的平均價格上漲了三倍半，法國兩倍半，美國兩倍多些，就是戰後經濟百孔千瘡的德國也已上漲了三成半；從一九二五到一九二九年各國證券價格的一致連續上漲，說明了各國資本市場的普遍繁榮。

假態繁榮的特徵和成因

但是，這場盛況空前的大繁榮，是假態的，是矯飾的，是不健康的；在下面我們將要進一步分析形成這場假態繁榮的諸因素和諸特徵。

第一個特徵是：證券價格的上漲遠超過證券收益的增加。甚至還有這樣的現象，在最繁榮時期的紐約證券市場，九十種最有代表性的股票底收益逐年減少，而其價格反而步步上漲(註十一)。

年 月
一九二六年九月 股票價格指數 (如一九二六年平均爲100) 股票價格每年上漲率(百分數) 股票每年平均收益率(百分數)
一九二七年九月 一〇六·二 二四·一 四·八四
一九二八年九月 一三一·八 二七·一 三·七九
一九二九年九月 一六七·五 四七·〇 二·九四

這就是說：當時證券市場的繁榮，並不完全以工商業的繁榮爲基礎；證券市場的繁榮遠超過了工商業所能許可的限度，當工商業的景氣已經成爲尾聲實際的收益已經開始減退時，證券市場還在扮演着一幕空前大繁榮的喜劇。

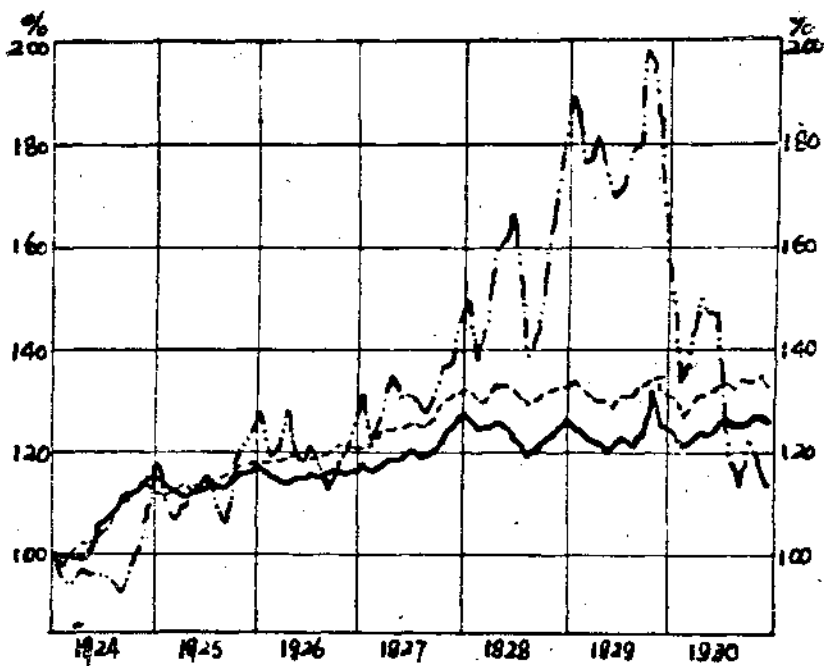
第二個特徵是：新發行的資本股份越來越集中在投資信託公司(Investment Trust)手里。在一九二八年，美國由投資信託公司發行的資本股份占百分之十二，一九二九年的上半年增至百分之四十一，一九二九年八月竟激增至百分之八十七，從一九二三到一九二九年美國投資信託公司資本的膨脹有如下表(註十二)：

年 別	金額(單位：百萬美金)	本 倍數	每年新增資本(單位：百萬美金)
一九二三年	一五	一	一
一九二四年	七五	五	六〇
一九二五年	一五〇	一〇	七五
一九二六年	三〇〇	二〇	一五〇
一九二七年	七〇〇	四六	四〇〇
一九二八年	一、五七五	一〇五	八七五
一九二九年	三、九九〇	二六六	二、四一五

在短短的六年里，美國投資信託公司的資本增加了二百六十六倍；在新發行資本股份里投資信託公司所占的比例越來越大。這就是說：從一九二八到一九二九年九月紐約股市籌碼供給的急激膨脹，並不是基於工商業資本實際發行的增加，主要的却是由於投資信託公司的擴張；換句話說：資本市場的繁榮，不是由於實際資本的擴充，而是由於虛擬資本的膨脹。如所周知，投資信託公司的股票，祇是代表着托拉斯控制工商業的憑證和威權，本身並不會代表有任何實際的資產價值。

第三個特徵是：證券市場在繁榮時期資本供給的激增，主要的並不是

附圖：美國聯邦準備銀行存款總額·餘額·存款
準備金指數比較圖



由於投資者資金儲蓄的增加，而是由於銀行信用的擴充。再以最有代表性的美國為例，首先從美國聯邦準備銀行信用的擴充來看：黃金的不斷流入美國，依照一九一三年聯邦準備金法 (Federal Reserve Act) 的規定 (即以四成黃金六成票據作為準備即可發行聯邦準備券)，就賦予了聯邦準備銀行膨脹通貨和擴充信用的可能性；例如，從一九二一到一九二九年，在流入美國的黃金中就有價值七億美金的黃金移作發行聯邦準備券的準備。而且「聯邦準備制度所促進的擴充信用的可能性，不但由於黃金準備的大量累積，而且也由於諸會員銀行庫藏現款對存款相對比例的不斷減少」。(註十三) 右列附圖里聯邦準備金諸會員銀行存款總額飛躍激增，而其存款淨額 (即留在會員銀行存款帳戶上的餘額) 和繳存聯邦準備金銀行的法定準備却都沒有多大增加，「這說明了一個重要的事實，即諸會員銀行不

必增加對聯邦準備金銀行的法定準備，却可以大量擴張交易的數量」。(註同上) 「從一九二七年開始到一九二九年繁榮的頂點為止，交易數額增加了百分之六十，而聯邦準備金諸會員銀行的存款淨額祇增加了不及百分之六。」(註十四) 這就是聯邦準備銀行創造信用的奇蹟。

其次，從商業銀行存款週轉率 and 放款來看。「從一九二三到一九二五年，美國銀行每年存款週轉率是二十六次至三十次；但在一九二九年十月却增至四十五次」(註十五)。右表又說明了從一九二二到一九二九年，美國商業銀行的證券抵押放款，差不多增加了五十億美金，佔全國商業銀行各項放款的第一位(註十六)：

放款種類	一九二三年六月三十日 (單位：百萬美金)	一九二九年六月三十日 (單位同上)	增加金額 (單位同上)
證券抵押放款	六、五二一	一一、五一八	四、九九七
不動產抵押放款	一、九八九	四、五四〇	二、五五二
其他放款	一五、一九四	一八、五六七	三、三三三
投資	九、二一五	一三、一九一	三、九七六

再次，從金融機構在這次繁榮時期里的獲利，和負債(活動能力)的激增來看，也可以看出當時信用能力的擴充：「在繁榮時期，美國製造業公司的每年收益率是百分之五點三，貿易公司祇有百分之二，公用事業與建築公司是百分之十，而金融機構却有百分之十六。這些高度的收益，由所有的金融組織(包括商業銀行、儲蓄銀行、放款與信託公司、證券經紀人、房地產公司和保險公司)參與分配」(註十七)。

至於銀行負債比較資本增加得更快，尤其可以測定銀行信用能力的擴充，「美國在一九二九年時，金融機構底資本佔全國所有公司資本百分之二十六，收益佔全部收益百分之二十；但其負債却佔百分之四十以上。德國底金融機構在一九二八至一九二九年時，資本佔百分之二十，收益佔百分之二十二，而負債佔百分之六十以上。在意大利，金融機構底資本祇佔百分之十五，而其負債却佔百分之六十」(註十八)。在銀行資產負債表上的負債，不是別的，正是創造信用光榮的記錄呵！

最後，紐約證券市場上經紀人貸款的增多，尤其可以看出銀行信用衝向證券市場的趨勢。在一九二六年九月底，紐約證券市場上經紀人貸款總數祇三十二億一千九百萬美金，一九二七年九月底增至三十九億一千五百

萬，一千二八年九月底增至五十五億一千四百萬，一九二九年九月底再激增至八十五億四千九百萬美金。紐約證券市場的空前繁榮，正是這些銀行貸款(信用擴張)的直接結果呀！

證券的收益不斷減退而證券的市價反而連續上漲；證券籌碼的大量增加，不是由於工商業實際發行的增加，實際資本的擴充，而是(主要的)由於投資信託公司(托拉斯組織)發行的增加，虛擬資本的膨脹；證券市場的狂熱，不是由於投資者實際資金的加碼，而是(主要的)由於銀行信用盲目的擴張；——這就是一九二九年證券市場假態繁榮的三個特徵和三個成因；而這也是該年十月紐約證券市場大恐慌的前因和預兆。

- (註一) League of Nations: "World Economic Survey: 1931-1932." P. 38
- (註二) Sir R. Kindesley: "British Foreign Investment in 1929." from Economic Journal, September 1931.
- (註三) World Economic Survey: 1931-1932. P. 40
- (註四) World Economic Survey: 1931-1932. P. 36
- (註五) Cf. Hervert Fels: "Europe, The World's Banker." P. 58
- (註六) "Europe, The World's Banker." P. 27
- (註七) World Economic Survey: 1931-1932. P. 54
- (註八) Bird E. Shulz: "The Securities Market." P. 16
- (註九) World Economic Survey: 1931-1932. P. 58
- (註十) World Economic Survey: 1932-1933. P. 132
- (註十一) World Economic Survey: 1931-1932. P. 54
- (註十二) World Economic Survey: 1931-1932. P. 51
- (註十三) World Economic Survey: 1932-1933. P. 130
- (註十四) World Economic Survey: 1932-1933. P. 238
- (註十五) World Economic Survey: 1931-1932. P. 55
- (註十六) F. C. Mills: "Economic Tendencies in U. S." (N. Y. 1932) P. 482-485
- (註十七) World Economic Survey: 1932-1933 P. 125

資 本 市 場

原名「證券市場」

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

市場分析

市場動態

工商調查

中國絲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

時論彙輯

外匯結匯辦法變更的前後

我國外匯機動匯率政策，自去年八月十八日公布實施以來，由於事實的演變，到本年五月間已臨到不機動的停滯狀態，在這種停止狀態下，進出口業停滯，尤其對於出口業及僑匯的損失太大，而有辦法的進口業反乘機獲得暴利，這當然是不合理的制度。中央銀行爲補救計，於五月七日會公布一三一號通函，規定進口結匯新辦法，須先繳納百分之五十的保證金，然後等貨到後按當時市價結匯，以資限制，因此釀成進出口業軒然大波，羣起反對。中央銀行於不得已情形下，於五月三十一日公布新結匯證明書制度，此項證明書可以自由買賣，無形中等於開放匯率，輿論界對此多表滿意。茲試就各方對於新結匯辦法變更前後的意思，彙誌如次，以供參考。

一 結匯證明書制度公布前對於一三一號通函的抨擊

在五月七日中央銀行公布一三一號通函公布新進口結匯辦法以後，以迄五月三十一日止，一般進出口業及專家們，都對一三一號通函表示不滿意。茲試以大公報五月二十七日座談會一般專家的意見，爲代表。（載五月三十一日該報）

（1）大公報：今天我們座談會的題目「進口結匯新辦法」，對工商業很有關係。自從中央銀

行和輸管會將此辦法公布以後，各方都認爲須有商量餘地，同時對這個新辦法也需要表示意見。今天所邀請各位都是對進口貿易素有研究的權威，原來邀請輸管會霍主委出席，他請江秘書做代表，現在先請江先生對這個問題給我們解釋一下。

（2）江晨：關於第一三一號通告結匯新辦法，手續方面大家已很清楚，不必再多解釋，兄弟的任務是坐下聽各位意見，帶回去報告霍主委。可以改良的一定設法改善，手續方面亦可就所知道的加以解釋。

（3）張耀章：從一三一號通告發表到現在，中外商人都很重視，五月七日公布那天，敝公會剛開理監事會議，立即就將它當作討論的中心，當時情緒之熱烈是有公會以來所未有，比了一年前對自備外匯貨物進口問題討論還要重視。這個通告使熱望政府改變政策的出口商感到失望，而進口商則在極度困難中更加上一重威脅。在通告發出那天，外匯已一個多月未調整，無異表示政府已放棄外匯機動政策，因此輸出無法推動，使出口商感到灰心。進口商在法律上是代理人地位，輸入限額中百分之六八是分配給工廠和直接用戶的，進口商只有百分之三二，還是代工廠或直接用戶訂購的貨物，進口商的地位相等於指定銀行，政府這次措施說是爲了取締進口商暴利，

並且負責當局的一種言論陸續不斷出諸報章，這對進口商的情緒太刺激，精神上打擊太大了。依照新辦法，進口商風險增加，如果接受客定貨時，收取百分之五十的保證金，將來貨到時，因匯率變動，說不定要再向客家收百分之二百、三百，在經濟這樣不安的局面下，如果客家拿不出怎麼辦。爲了這二點，所以進口商始終要求收回成命。

事實上第一三一號通告是否有此必要呢？政府的理由：第一是取締進口商暴利，前面已說過，進口貨暴利與進口商暴利完全是兩回事，且政府取締暴利儘可採取納稅、限價等正當辦法，不必在結匯上打算。第二、政府手中外匯很少，這樣可延遲或分批付出外匯，表面上這是有理由的，實際則一無理由。因爲信用證開出後，指定銀行要向中央銀行借外匯付給國外貨主，並不能因國內不結匯而延長付出。至於外匯的支出，完全受許可證發出數量限制，所以結匯新辦法既不能延遲，也不能減少外匯的支出，實在找不出正當的理由。

進口限額每次減少，進口行業務受大環境影響，也日趨減縮，但進口行的機構必須維持，龐大的開支沒有辦法出產，從業人員的經驗精力無處發揮；而社會上還指責進口商暴利及有害國家，這種精神威脅比較一三一號通告本身還大得多。

，希望大家勿造成進口是暴利，進口是罪惡的觀念。輿論要給我們鼓勵和同情，使民族進出口業站在崗位勿退，以免造成戰前洋商獨霸的局面。

(4)宋秉倫：關於一三一號通告所規定的結匯辦法，公布時其負責人曾發表談話，申述修改的用意說：「過去進口商於領得進口許可證以後，就可以按照當時牌價結清外匯，但進口物品到達後之售價並非按照匯率成本，而大都超過黑市匯率，最近黑市匯價暴漲，遠超過一般物價之上，至不合理，進口貨價追隨黑市之情形，勢所難免，為減除此種不合理現象起見，特改變進口結匯辦法。」由這一段談話，我們可以得到二點內容：(1)當局已承認了黑市的存在與黑市的猖獗。(2)當局已默認現行匯率並不合理，而又不肯澈底改善。

關於黑市兩字，人人都知道，但是人人裝不知道，就是我們寫文章亦竭力避用，但是當局居然大大方方的請出來，可知道現行外匯政策是怎樣的的不合理。

回憶去年八月間當局改變外匯政策，採用機動匯率時，財政部徐次長及央行張總裁在記者招待會上宣示道：「機動外匯旨在消滅黑市」，這話言猶在耳，但是到今天黑市非但沒有消滅，反而變本加厲，這是什麼道理呢？這又證實了現行匯率的不合理。

談到出口，當局說機動外匯政策是爲了推廣輸出，那更可憐了，我們假定一元美金的貨物輸出後應該得到十萬元法幣，但硬要照二三萬元的價格結匯，出口商拿了這二萬元法幣如何能再買到原來的東西呢？

根據最近國際貨幣基金會送交聯合國經濟委

員會和就業委員會的一篇專門對於匯率問題的報告中第四點說：「倘某一國家爲加深了通貨膨脹所困擾時，平價的變更，並不足有效保證出口貿易的繼續增進，正常的政策，應該是在變更平價之前，來一個安定國內經濟的強有力的計畫」。根據這一段意思就可以說明所謂「匯率」簡要的說，就是一國通貨的內價和外價的比價，沒有日趨低跌的內價可以維持偏高的外價的，所以惡性通貨膨脹的國家單靠運用「匯率」，沒法促進進口的。

前面已經說過，匯率行市之由來，在原則上乃爲兩國通貨價值之比較，而定出高低，其現象本屬極自然的，沒有說把自己通貨與人家通貨的比值要訂多少就訂多少，高興什麼時候動就什麼時候動的。在同一本位的國家，假定全是屬於銀本位的，其匯率尙且要將自己國內法定貨幣單位中含有本位金屬之純分與外國法定貨幣單位中之純分相比較，而算出兩國貨幣相當價格，此即所謂法定平價，在學理上，我們也稱作純分價格，若是一個屬於金本位的，而一個是發行紙幣的，在通貨本位上就有着很大的差別，其匯率的由來自也是極繁複的。但是另一方面，却也是極自然的，一個通貨日見惡性膨脹，一個通貨比較穩定，其比價也當然日見不同，這不能硬把它釘住，猶之乎我們讀物理時的連通管，無論你把管子作得多高，或作得多低，但是水總是平的。

如果說爲了避免刺激物價，所以將匯率暫時釘住不動，對於進口結匯則來一個一三一號辦法，請問這一次調整牌價，物價所受影響還算小麼？但對於出口仍舊沒有補救。

再講到僑匯，翻開一部民國財政史，國際收

支，除了用輸出外匯外，還不是全靠僑匯來平衡？可是現在的僑匯幾乎全部都逃光了，這是什麼理由呢？還不是匯率的不合理！請問華僑們在國外辛苦勞血汗所得回祖國贍養家屬，而結果因爲官定匯價的過低，不甘受此剝削，大部份都逃到香港去，爲什麼香港能吸收呢？無非因爲它能不折不扣的給你代價而已。僑匯和輸出外匯等於是人身的新鮮血液，中國戰後好像是久病初愈，亟需新鮮血液使他恢復健康，但不幸這些備有的新鮮血液，自己因爲不肯出合理的代價，却被人家並不多費一文的吸收去了。

所以兄弟今天單就推廣輸出和吸收僑匯兩點而論，就主張外匯立即開放，至於怎樣怎樣結匯，這許多辦法都是枝節問題。

(5)楊蔭溥：自從進口結匯新辦法公布以後，進口業及輿論界幾乎是一致表示反對，認爲這一辦法，既無助於出口，反阻礙了進口，進而更打擊了生產事業；而對當前整個經濟問題，非惟不足以解除其困難，反而有加深其病症的可能。對於這種看法，我個人多少也寄予同情。固然，盱衡目前經濟局勢，如果站在政府的立場設想，的確也有無限苦衷，值得同情值得諒解，誰都不能否認今天經濟困局的根本癥結是通貨惡性膨脹，誰也都承認今天時機還沒有成熟來釜底抽薪地從根本處去解決通貨問題，而只能作枝節節節的補綴，其動輒得咎以及其效力之微薄，自是意中事。最近張公權先生曾坦白表示：「好似河流泛濫，來勢無數的小堤，以求大堤不致發生危險。」築小堤顯然不是根治之道，而今天除了築小堤之外，也別無安策。在這一點上，我們是深深的同情政府措施的。

但是，我們的同情是有保留的。因為同是「築小堤」，要築得好纔能「緩和狂瀾，避免國民經濟的危難」。而且，惟其「築小堤的時候，勢必處處增加人民的不便，與利害的衝突」，所以，在築小堤的時候，應當多加檢討考慮，多作縝密計畫，使人民的不便與利害的衝突，減少到最低限度。這就是說「築小堤」這一原則的本身可以不談，但究竟怎樣築法，還是值得研究的。

根據這一個原則，我覺得進口結匯新辦法的一道堤，就不無可以研究的餘地。

在這裏，我不想重複提出反對的理由，因為大家已經說得很多。我所想說的是比較進一步的問題。據一般看法，政府突然改訂進口結匯辦法，可能有二個動機，其一是因為外匯枯竭，而想藉阻遏進口以節省外匯的消耗；其二是因為進口商的利潤太高，政府認之為暴利，因而想出結匯新辦法來予以限制。

如果說這真是政府採行新辦法的動機的話，那就無怪要引起若干批評了。因為第一、誰都知道節流不如開源這句話，特別是在外匯收支問題上，節流總是有個限度，我們總不能連一文錢的外貨都不進口，那何不去設法促進進出口爭取僑匯，以增如外匯頭寸呢？第二、我們固不論進口商的厚利究竟從何而來，即就限制暴利來說，其辦法也得說得通。如果用加稅等辦法，無論你稅加得多重，進口商可以照常經營，因為這負擔是他可以計算得出的，而如今用進口結匯新辦法來限制，進口商所增加的負擔却是個「未知數」，這叫他怎能繼續經營呢？何況限制的結果，吃虧的是否即限於進口商而已。

單就這二點講，已可知進口結匯新辦法實

在有須加研究的地方。這也就是說這一辦法，多少總得加以改變。而這改變，更是同時牽涉到整個外匯政策及貿易政策的。

第一、曾經有人提出過完全開放外匯市場，任其自由買賣的建議。在原則上，我原是贊成放棄不合理的管理而恢復自由的，但在外匯問題上，却有二點顧忌不能不考慮到，其一是開放外匯，同時也就為資金逃避大開方便之門。其二是開放外匯市場之後，外匯的激勵上漲，恐在所難免，對物價的刺激，必致無法控制。固然這二點是可能有別的方法來防制，但是在今天的政治作風下，既有了這二點顧忌，主管當局就不敢挺身出來甘冒這個危險。所以我敢斷言這種澈底的改變，是不可能實現的。

第二、曾有不少朋友提到過進出口連鎖辦法，比較起來，進出口連鎖制是較可行的，但也有其顧忌，其一是目前中國的出口必然遠趕不上進口，出口所得的外匯，決不敷進口所需的外匯。第二、實施連鎖制，需要中國進出口商有豐富的經驗，否則徒然為洋商造成了機會。但比較起來，連鎖制還是較為可行的，至少部份的連鎖制是可以試行的。

綜上所述，今天的進口結匯辦法事實上已遇到實行上的困難，外匯問題也是非解決不可，但開放外匯則後果堪虞，進出口連鎖則雖可試行，但不易執行。我個人所能提出的具體建議，有二點：

一、恢復匯率的機動精神。事實上，現行外匯政策還是比較可行，其頒行之初，曾贏得不少人的讚美，但時至今日，它的機動精神已消失殆盡，基準率又成爲一種釘住不變的官價，其遭入

詬病者在此。因之我認爲今天主管當局應不顧毀譽，而毅然作大膽的匯率調整，而且要持續執行。因爲無可懷疑的，出口之所以不暢，僑匯之所以走私，實種因於基準率與實際匯率相差太遠之故，消滅這一距離，自然可充裕外匯頭寸。

二、實行差別匯率制。今天基準率與實際匯率差距既如此之大，一次調整，在當局也許不敢，那末退一步就不妨採行差別匯率制，就先在差別匯率上恢復機動精神，那就至少可先爭取到一部份僑匯，亦足爲充裕外匯頭寸之一助。

(6)吳大業：楊蔭溥先生所說的百分之九十五我都很同意。新結匯辦法使進口商和工廠無從估計成本，的確發生困難。目前進口商的利益雖大，但這辦法增加了進口商和工廠的風險，對他們的利益却並無妨礙，我不贊成這樣枝枝節節的解決辦法。

宋先生說機動外匯政策並不能增加出口，這點我不同意，如果機動匯率能隨物價升降，對出口是絕對有利的。如果外匯完全開放，對物價一定有很大刺激，同時助長資金的逃避。因爲囤積物資不如國外匯有利，如外匯開放，大家一定搶購外匯，促使匯價猛縮，出口貨受這刺激，一部份固可出口，但同時必定還有許多人轉移目標把出口貨囤積起來。出口貨市價的猛漲，間接也影響到進口貨的成本，所以我不贊成外匯完全開放。如果出口外匯單允許供作正當進口，使一般人不能囤積外匯，或用進出口連鎖的辦法，匯率政府不加控制，對物價的影響是相同的，但可使從前官價黑市兩種刺激變爲一種刺激。

從一九四六年到今年四月中，黑匯上漲未超過物價，今年四月以後則超過物價上漲率。兄弟

意見，如黑匯上漲不超過國內購買力平價，匯率可跟黑匯走，如超過購買力平價，應該等候後者跟上後再動。

進出口連鎖制只能解決出口，不能兼顧僑匯，如用機動匯率，則僑匯問題亦可解決，剛纔宋先生說到僑匯逃避，實際它們不過是逃出政府的控制，它仍可操於中國手中，不過把使用價值較高的美匯變成港匯，這是中國吃虧的地方。

現在大家說：外匯調整可刺激物價，但忘記了在收縮通貨的意義上，外匯掛高應該具有抑低物價的作用，因為現在我國進口價值超過出口一倍，匯率高，政府可收進較多的法幣，所以在長期看來，外匯提高對物價也有安定作用的，一般輿論和政府官吏應瞭解這點，讓政府澈底執行機動匯率，這個問題就可解決了。

(7)張耀章：日前輸管會發表進口商所獲暴利的文件，在計算時忘了把關稅和利息的成本算進去，目前關稅是照上海躉售物價從價徵稅的，此外還要加百分之四十五的附加稅及滯滯捐等，訂貨的期限在數月以上，資金利息負擔也很可觀，這些輸管會都沒有算進，退一步客觀地說，我承認進口是有利的，但進口商任務不過代客戶訂貨，從國外運到後交貨就完，以後如何不是我們的事，我們不能代人受過。再說進口貨即使有暴利，也是政府的貿易制度所造成，限額進口只及需要量十分之一，工廠原料靠私貨維持，在這種情形下，貨價如何不高，限額貨品政府應供廉價外匯，成本便宜，就有利可圖，所以這是不合理的外匯政策造成。

結匯新辦法實行後，並未把造成暴利的原由除掉，所以結果必然還是同樣存在的，將來進口貨到達時，成本算出，再加利潤，還不是負擔在消費者頭上。我們進出口業公會對於這事真是感到痛心疾首。爽快的說，外匯津貼制根本需要打倒，我們不要政府供給進口外匯，而希望整個制度的改變。進出口公會爲了研究整個的外匯貿易政策，最近開了好幾次會議，並定下月發起搶救輸出委員會。我們要對社會指出輸出的重要：去年一年內，出口部份我們對國家貢獻了一億六七千萬美金的外匯，這是我們血汗換來的成績。我們現在所需要的是同情，不是破壞，是鼓勵，也不是惡意的抨擊。進出口業是工商業的一部份，整個的社會經濟安定，它纔可能繁榮。我們對美貨的態度，是不希望政府將它送給任何人，而盼它能促使社會經濟穩定，則進出口業或能有一繁榮前途。

(8)李宗文：一三一號公告使我發生一個感想：就是政府的手忙腳亂。機動匯率不能徹底執行後，恢復了實施以前的各種矛盾，但不清理本源，於是用塞漏洞的方法來應付艱難的局面。在進口方面用一三一號公告不使進口商獲厚利，在出口方面，則用最低結匯辦法防止出口外匯逃避。在進口方面政府要徵以百分之十的保證金，但若出口商以同樣的要求，在出口時也要百分之十的保證金，政府能否答應呢？這種措施顯然不公平。近來政府的一切經濟措施都只求近利，眼光太小。一三一公告，不是要進口商生，而是要他死。

機動匯率本來是一個好政策，匯率釘住以後，很是可惜，但要照市價掛牌，事實上辦不到，

只能退而求其次，實行進出口連鎖制，只有此辦法纔能打開目前的貿易僵局，用進口利潤來彌補出口的虧損，纔能獲得進出口平衡，至實施時的種種技術，需要政府與民間多多討論。

(9)華洪濤：關於一三一號公告，進出口公會已討論五六次，大家認爲坐在辦公室看着天花板想出來的辦法是行不通的，一致希望要重新建立整個一套新的貿易政策，一三一號公告行不通可以舉一個例子：那就是民衆心理的影響，這個辦法反映出匯率一定要漲，換言之，幣值一定要跌，央行不信任幣值，豈不是怪！雖然政府一再宣傳法幣如何有基礎，發行量並不如外傳之多，但一三一號公告一紙命令就把多方的宣傳摧毀了。

這表現在港匯上最明顯，四月二十日，法幣十萬元值港匯七角七分，廿一日升到八角一分，五月一日跌到六角八分，到五月六日一三一公告正在擬訂，外界知道後跌到五角八分，到五月七日一三一號公告送到指定銀行時，又跌到五角三分，到五月八日，一三一號公布，再跌到四角九分打破五角大關，經過一星期以後，仍舊沒有改善辦法，五月十二日再跌到四角，三角八分，再創新記錄，人心惶惶，不可終日，經軍政警當局全力合作後，現在仍舊徘徊在四角五六分之間，一月中法幣的幣值竟相差百分之八十到一百，一紙命令，使社會人民心理大爲改變。同時這個新辦法使每個進口商行非在香港設立分行不可，這是一個秘密，現在即可公開了。目前向英美訂貨，至早須要三個月以後到滬，這三個月，誰保證匯率不變，誰敢冒此風險，於是只有先在黑匯中向英美訂貨把貨裝到香港後，然後再領許可

證，到證書出來，貨已在港，再交保證金，一週後即可運滬，頂多擔負一個星期的風險，但如此黑匯非跳不可，進口商必須一筆黑匯頭寸。但進口商並非經營黑市的人，經營黑市的則另一班人，他們大批扒進外匯，待價出售，而央行却在鼓勵這一運動，真是笑話。至暴利問題真正得到暴利的，是在匯率二〇二〇時，他們早已套購大批美匯到南美去買橡膠園做富公了。

(10)沈咄原：本人代表國際貿易促進會對這次為第一三一號通告向輸管會交涉經過作一報告：我們先研究進口貨商是否獲得暴利，按進口貨在現行管制下可分二類：①限額進口，②非限額進口，前者百分之八十以上配與工廠，百分之二十配與販賣商，申請輸入時必須附具工廠或販賣商之訂購契約，並須經該工廠或販賣商之同業公會副署證明方為有效。進口商只准收取合法佣金，代理進口，何來暴利，本年三月廿七日霍主委為進口商合格登記事會親署公函給本會說：「目下全配額百分之八十左右係分配予廠商及直接用戶，進口商於此僅擔當輸入許可證申請之副署任務而已」，即可證明。至於非限額進口貨申請輸入時，必須具結將來輸入貨品之售價應按當日中央銀行外匯掛牌行市折合，並加合法利潤計算，並須經過輸管會調查，所以我可代表進口商鄭重聲明並無獲得暴利可能。

輸管會與中央銀行對本會聯署覆函所附進口貨成本與市價計算表，將進口貨成本中佔最多數的關稅雜指卸運費及貨本之利息都未計入，照我們算起來，這三十五種物資內利潤最高的不過百分之二二八，有幾種還要虧損，由此可證明輸管會對實際商情毫無所知，其統計都是匆促編

造，並不正確。

剛纔華先生說結匯新辦法後進口貨物要先經香港，但這樣就要有四倍於官價外匯的資本纔可以（一倍繳保證金，三倍買黑市外匯定貨），試問那幾個進口商有這樣龐大的資金？但外國公司特殊階級是不緊要的，他們有外匯存在外國，可以先把貨裝到上海再領許可證開信用狀，這比經過香港還便利，所以政府這個辦法，只有正當的進口商最吃虧。

再以附表①生產器材來說，交貨時間少則六月，多則二三年，如果先繳五成保證金，二三年以後，這筆法幣還值什麼錢？這是獎勵生產器材輸入嗎？政府自己不相信法幣，如何能教需要進口物資的人民相信法幣，這一切說明政府是太自私，太不顧實際了。

(11)楊桂和：關於進口結匯新辦法，我的看法覺得要求得一個十分合理而公平的解救，並不是一件很簡單的事。這次改變辦法，顯然的對於進口商家和工廠都是不利的，當局的理由，是「抑止進口商暴利」，進口商方面則說這種利益並非歸他們所有，可是社會上一般的論調，都是指責政府津貼進口商政策的不對，究竟進口是不是有利呢？平情而論，在一個限制進口，配給進口和匯率高估的政策下，進口的有利是不可否認的，只要看進口許可證可以加百分之幾十轉讓一點，就可知道凡是能得到進口許可外匯的人，總是利益很厚的，牌價與黑市距離越大，這其中的利益就越大。我想用不到爭辯這項利益是歸誰所有，但總歸不是為老百姓所有，則係事實。

進口津貼辦法，如果能够真的有益於國內物價的穩定，則雖然津貼，還是有代價的，否則，

只是一部人受惠，自然不大公平。誠然，若干正當進口商和工廠因為能得到廉價外匯而不致於提高物品售價，這是有的，但是，在通貨繼續膨脹，物價繼續漲，黑市匯率跳躍的局面下，根本上就不容許進口商和廠家按官價匯率計算其貨物的成本，因此，用低廉匯率津貼進口的辦法，對於物價是不會收到多少效果的，把這部份津貼取消，在理論上是對的。

不過，此次新辦法又不免做的有些「過份」。何以說呢？如果要取消這份津貼，最簡單的辦法，是按「實際匯率」結匯，諸位都知道，每當平準會匯率接近黑市匯率時，進口結匯的人就減少，大家也不稀罕申請進口許可外匯了，這就是一個很好的證明。

政府何以不如此做呢？癥結就在官價匯率之不能接近實際。這裏面因素很多，不僅僅是外匯一個問題，而是中國整個經濟政策問題，我在最近清議月刊上試寫一篇關於我國經濟問題中心的心理因素一文，多少是描寫一點關於我國許多經濟政策之不能徹底執行的原因，這裏不想多談。

匯率既然不易接近現實，當局只有從其他方面來限制進口的利潤，恐怕就產生了這次辦法。我覺得這次辦法有一點欠缺，即使進口業不易計算成本，而且使進口問題，愈來愈複雜化了。我個人總覺得無論如何，總要給進口業以能計算成本的办法，這點應該無論如何要作到，而力求避免複雜辦法。

進口業在外匯限額日減和利潤減低的情況下，經營當然是很吃力的，要想改善這種情形，又是力所不許，外匯政策雖可更張改良，但是如果大環境不能改善，進出口業也不能脫離艱苦的階

段。

(12) 陳懋勛：談到結匯新辦法的改革，似乎主管當局唯一的動機是說進口商暴利，現在要使進口商無法估計成本，不能謀取暴利，所以提出新辦法來管制，這是不不得不加以聲明的。

進口商本身係代客定貨的媒介人，輸管會既然正式規定進口商不能定貨，何以主管當局反而有此誤解，此番一三一號公函公布以後，其直接受影響者，純屬工商二界之直接用戶，至於進口商處此有延殘喘時期，只要取得合法利潤，及減少本身風險，如果在目前結匯新辦法之下，進口商一旦開出信用狀後，更要隨時隨地準備支付匯率差額，不論進口商信譽如何，實力如何，但也要早晨匯率變更以後，即需向工廠用戶收款，事實上根本不可能。且進口商又無法向銀行延緩支付，即信譽卓著的進口商，亦無法代客墊款，何況定貨成本，事先又無法加以估計，如果一旦匯率相差若干倍，貨價復趨下游，試問進口商將何以善其後呢？友邦商人看法，說整個國際性的進口貿易，要隨時找付匯率差額，豈非形成變相投機性的交易，這是主管當局在那裏迫使正當營業的工商界逃入投機性的道路上，在如此情形下，工商界勢必另謀途徑向香港套匯裝貨，以縮短到貨日期，減少匯率風險，實為無法避免之事實。

在我個人觀見，與其有限額而無外匯，再以種種方法細則來彌補其不足，不若痛快的不供給外匯而管理進口。

(13) 俞國堯：我認爲進口結匯新辦法，一無是處，還不如根本取消的好。一般人都有共同的感覺，就是認爲這個新辦法，如果不幸實施，目前多災多難的工業，遲早總要關門的，而且今後

老百姓還要受苦。我總覺得當局訂立這個辦法，太不客觀了。一個辦法能否適合環境的需要，最要緊的是要照顧大眾的利益，否則，只顧少數人的利益而打算的辦法，是絕對走不通的。目前政府缺少外匯是事實，如何能使外匯增加，雖然問題複雜得很，但適當的扶植出口事業，和有條件的限制進口。政府應該有個通盤的辦法。這辦法的出發點，就是要照顧大眾的利益，和注意生產事業不要受到窒息。如果政府沒有好的辦法，還要東管西管，我倒贊成一一般人的意見，先把輸管會取消。

(14) 沈光沛：關於進口結匯新辦法，我想補充說明幾點：一三一號的公告，說明了一個事實，即在制策人看來，進口業是個暴利。從生意眼着想，也許主管當局看得眼紅，所以從這暴利身上，減少暴利。我認爲：目前進口業的處境雖說比以前困難多了，但比各業總是好些。雖然說不上「暴利」，但「厚利」倒是實在的。不過，我並不贊成一三一號公告的辦法，其實政府儘可採取附加稅或者其他方法加以統制，這樣對工商業也有好處。

管制的一套辦法，我是根本反對的。所謂進口限額，仔細研究起來，在技術上是很不容易實行的好，過去的經驗，也說明了並無好的結果。法國的經濟情況也不好，但它並不採用限額的辦法。況且，在限額制度下，無形中就造成了一個特殊階級者的利益。事實證明，在這限額制度底下，就產生過這種暴利者。我國是參加國際貿易協定的，所以貿易政策要適應世界潮流，不能一味強調管制政策。

(15) 安適：一三一公告公布後，官方與民間

反響大概可作如下分析：官方認爲此新辦法，一、可遏止進口過份利得，二、可平衡進出口國際收支，同時央行與輸管會當局爲證明進口商之過份利得，特於覆國際貿易促進會函內附列清單，證明進口毛利自百分之五十四最高竟至百分之三三三，本人會根據三十五年進口數量，照表上所列貨名作過一個統計，發現平均毛利爲百分之三三三，民間方面，工業界與進口商均認爲此項辦法實施後，一、加重進口原料成本，影響工業生產，二、進口成本無法估計，阻斷來源，使國內物資更將缺乏，可能引起物價加速狂漲。

從當局主觀來講，這辦法可遏止暴利，平衡收支，但從客觀事實來講，並不如此簡單。第一、在目前法幣極度貶值中，無論工業界或進口商絕對今後自不願將資金投資於毫無保障毫無把握的進口貨上，因爲所繳百分之五十保證金，與隨時因外匯牌價調整而追加差金，是實際成本不斷的增加，成本無法在到貨前確定，事實上無法預知貨物到埠時之匯率，對進口者絕對利與不利，進口數額過大，甚至可能破產。本人做過一個有趣的計算，目前一般進口貨物自開信用狀起至貨抵埠，大約需時四個月，當然對於將來的匯率如何變動調整現在無法逆料，但從過去看，一個進口商在今年一月一日訂一元美金之貨，假定因匯價調整每次加付半數差金，那末到四月六日再匯到三十二萬八千元，該進口商已付美金一元零八分，而根據新辦法只可算他付了五角，尚需付五角，換言之須共付一元五角八分，所以進口者爲保障自己投資及把握利潤起見，只有儘量縮短進口許可證和到貨時間上距離，換言之，本來可以向國外廠商訂購，現在寧願出高價搜購現貨。本

來如銅鐵五金，因歐洲人工便宜，成本較低，可向歐洲購取，而現在因自歐洲來滬，約需七八星期，而自紐約來滬僅需四星期，故將出高價以美元向紐約購買，本來可向紐約購買者而為更縮短二星期運輸時間，將再向舊金山購買，但是美國很多工業製品西部價格較東部為高，當然時間上最有把握還是向香港進口。本人為求取一個比較，會將輸管會覆國際貿易促進會函內的附表，以三十五年進口數量為標準改照目前香港市價計算，則進口者毛利雖減低至百分之六二（本來是百分之三二三），但其風險亦減低為百分之五十，保證金一個星期的利息，而國家須多付百分之六十一的外匯。這是一個假定，但無論如何政府是多擔負了一筆香港進出口商的佣金與開支。所以此新辦法非但不能平衡收支反而會造成增加外匯支出，終至使國內物資更形缺乏。

中國向為貿易入超國家，戰前出口不足抵付進口之數，向係由僑匯及輸出白銀來抵補，戰後雖有剩餘物資救濟物資及美貨之抵補，惟因戰事擴大，國內需要消費都增加，故開源實重於節流，應該由擴大輸出與爭取僑匯着手，以更多的進口貨來平抑進口貨價格，和以增加輸出來抵付必要的輸入。

(16)馬仲達：一、三一號進口結匯新辦法，最痛心的是政府與商人間之距離是多麼的遙遠。第一點，請主管機關應當明瞭，在現行限額分配制度之下，生產商所得為全部限額百分之七十，而進口商所得為百分之三十，但此百分之三十，在申請進口證時須附有售與生產商之合約，換一句話，就是先要全部售出方可申請進口證。進口商不過是一個居間人。而進口商所得之酬勞不過

為合理之佣金。假使如主管機關所說有暴利的話，也是進口貨上有暴利，非進口商有暴利。

第二點：第四期限額分配數額是五千三百萬美金，除去汽油、羊毛、橡膠及烟草約美金一千三百萬元直接分配與工廠外，餘下來的四千萬美金，內中百分之七十分配與生產商，餘額百分之三十約美金一千二百萬，分配與進口商。上海全部進口商約有一千三四百家，平均扯來每家所得到的不過每季九千元美金左右，而每月為美金三千元，以二成為進口商之利潤，每家每月所得為美金六百元，以牌價合來，不過法幣二億八千零八十萬元，暴利何在，彰彰明甚。

在上述二點上看來，進口商地位及所得之利潤，已很明顯，現在再以進口商（有關係的第三者）來看：

A、照最初辦法，在得進口證時先付法幣五成，在開匯票時再付五成，在貨到埠時再付差金結匯，表面上看來是無甚了不得的情形，但在實際上做來，據某廠負責人談，將來成本會計只有根據每次付款時的米價計算，換一句話，就是第一次五成時合多少擔米，第二次付五成時合多少擔米，再在打差金時付多少擔米。如若如此做法，請閉目一思，三月後的貨價，是怎樣的面目。

B、如照央行對待工廠優待辦法，不知央行口口聲聲的收縮通貨，壓平物價的宗旨，有否變過，否則的話，以前廠商在得到進口證申請開押匯時，即須預備一筆頭寸，現在反而可以先付二成半，一個月後再付三成半，再一個月後付清其餘四成，廠商方面可說是因禍得福。

總之新辦法，無論在任何角度看來，都是要

不得的。在政府未有明確變更外匯管制辦法以前，希望能收回成命。

(17)洪念祖：一、修改進口結匯辦法，當局說是為限制進口利益，實行結果，則必需輸入國外原料的工廠，均將無法再生產。

二、修改辦法，首受影響的是第三、四、五、六、七、八、九、十、十一、十二、十三、十四、十五、十六、十七、十八、十九、二十、二十一、二十二、二十三、二十四、二十五、二十六、二十七、二十八、二十九、三十、三十一、三十二、三十三、三十四、三十五、三十六、三十七、三十八、三十九、四十、四十一、四十二、四十三、四十四、四十五、四十六、四十七、四十八、四十九、五十、五十一、五十二、五十三、五十四、五十五、五十六、五十七、五十八、五十九、六十、六十一、六十二、六十三、六十四、六十五、六十六、六十七、六十八、六十九、七十、七十一、七十二、七十三、七十四、七十五、七十六、七十七、七十八、七十九、八十、八十一、八十二、八十三、八十四、八十五、八十六、八十七、八十八、八十九、九十、九十一、九十二、九十三、九十四、九十五、九十六、九十七、九十八、九十九、一百。

三、輸入管理在三十五年十一月到三十六年二月，纔辦理分配，在這一段時候，工廠有出（製成品）無進（原料），現在六月快到了，二、三、四月份第五期限額，尙還消息沉沉，工廠方面不能停了工等候分配，在這三個月，又將原料貼了，存貨賣了，事實擺在面前，這一年間原料脫了半年，工廠都已空無所有，再要結匯拖長到貨，到恐怕這口氣接不上了。

四、領到許可證，按當天外匯市價折合，按百分之五十繳存，作為保證金，要候貨到結匯，這一點我會經一再向當局陳述，現在既沒有工貨，工廠繳付的款子，是賣掉了存貨，想換點原料再生產。自分配、許可、到貨，這一段最快三四個月，多則半年一載，外匯變動一次，要追補一次，我們工廠不能向主顧再去追補？這是人盡皆知為不可。照目前的情形，到貨的時候，工廠有傾其所有，不能提貨回去的恐懼，且無形中何異放棄現行外匯政策。

五、修改辦法，倘果實行，很可能將造成香

港更繁榮，成爲國際貿易明集中點，大家曉得隔幾個月，到貨結匯，危險性很大，爲尋求減輕危險，不得不在縮短時期上着想，高價向香港採辦大約半個月已很充分了。於修改目的，顯見難以完成。

六、我覺得修改進口結匯辦法，毋庸說是在政局新舊轉變時期的過渡辦法，有不得已的苦衷，希望新行政首長就任後，於國家經濟有統籌籌畫，則此項枝節問題，便迎刃而解。

(18)祝百英：自從進口結匯新辦法公布之後，各方責難紛起，莫不認爲這是既不合理，而又行不通的辦法。本人以爲，各種經濟措施，連續頒布，到了這個一三一號通告爲止，已經不是枝節問題，而是根本問題。經濟措施，如外匯措施者，應當有其根本原則作爲基礎。凡是訂行法令規章，總應有其一貫精神，即可謂立法精神。這一根本原則和精神，應該是確定一個方向，使經濟能遵循其道以進行。現在我國經濟，不論就全部言，或就局部言，凡屬正當工商金融業，莫不萎縮衰落，凋零不堪，除極少數特權謀利，以及極少數藉投機囤積採取一時暴利（但同時必有暴失）以外，沒有一業，沒有一個單位，可以配得上稱爲繁榮的，更不能說是太繁榮而需要予以限制了。

而同時，法律亦有其限制性。憲法限制大法，大法限制小法，法令限制條例。小法規決不能與大法衝突，否則小法令必應無效，或者根本不能訂立。法律不僅需要受法律所約束者遵守之，亦要求立法及執行機構遵守之。何種機構可以訂立或修正法令，法律自有嚴密的限制。關於外匯條例，其制訂，建議，修改，以至廢止一部

或全部，原有明文規定。現在的一三一號通告，若嚴查外匯條例及其機構的職權，實是違法之舉。這是執法精神的錯誤。

新辦法的動機

現在試退一步來研究這一新辦法的本身。本人亦如楊先生一樣，對於政府歷來經濟政策，總先竭力找理由以支持之，然後始就事論事，指出其缺點及應改良之處。惟對於這一新辦法，覺得一無是處。任何目的，決不能藉這一進口結匯先繳證金的辦法達成之。若爲進口目的，則進口原全需經過許可：多許可，少許可，許可甲，不許可乙，大權在握，運用自如，何必轉而曲求之於如此轉折的外匯手段。若爲外匯目的，則外匯給與不給，給多給少，亦是權在外匯管理機構，何必轉騰抹角，自己減低效力。倘若嫌進口貨太貴，有傷消費者，則限價可也。價格管理，較諸進口證金，豈不是直接到許多。因此，這一新措施，除在現行外匯措施已使正式出口完全停頓，而欲使正式進口亦完全停頓外，實在是想不出其他理由或動機。進口業是正當商業，亦須受毀滅。這豈是民生之道。

實則，外匯之病，是害在匯率。匯率自釘住，偏低，以至機動，所有方案莫不試驗過了，沒有一個是靈驗的。顧了進口，顧不了出口，顧了出口，顧不了進口，顧了貿易，顧不了僑匯。因此，欲對症下藥，就應當開放匯率。外匯市場受管理，外匯匯率却乏其自然水準，這就是開放匯率的要旨。辦法是：進出口外匯，及其他法定的外匯收支，必須在指定銀行內進行，不能私相買賣。這使外匯市場受管理，藉

匯率應接近自然水準

此則一切資金逃避，外匯囤積的可能都不能發生。出口外匯必須售結指定銀行，向指定銀行購買的外匯，亦必須有法定用途，如進口及其他匯款等。僑匯亦須經由指定銀行出售，不過，匯率則交由指定銀行自行決定，一如行莊自行決定拆息一般，而且可以不加審核。因爲外匯收支雙方，都是正當用途，則供求關係，自能使其水準不至過低，亦不至過高。出口商或僑匯無法過份抬高匯價，因爲進口商在利害打算上，可以不購入外匯的。或者以現在黑市匯率已超過購買力平價一點爲戒者，但是本人以爲這並非事實。任何實際物價指數莫不在六七十萬倍以上，進出口物價指數亦在六十萬倍以上。購買力平價（不論根據凱恩斯或卡塞爾），不能不以進出口物價爲準。而迄今黑市匯價，最高不過到了四十餘萬倍。事實會是，如果匯價過高，進口不利，則就會不作進口，而不如本國製造之爲廉了。在受圈定的外匯市場內，匯率由於供求雙方的利害相衡，不可能過漲的。而這樣自求的水準，必有利於僑匯，使外匯收入增裕，僑胞必能不肯私匯之險而進入指定銀行了。至於進出口本身的管制，則應由貿易措施管理之，毋庸假道於外匯。這是第一。

充實外匯頭寸

第二、政府應竭力設法，向外取得外匯，以充裕外匯頭寸，於必要時，可在指定銀行的外匯市場上，出售若干外匯，以平匯價，以抑制匯價上必要或不合理的上漲。國家需要外匯，可是國營事業亦有出口，亦可取得外匯，可以供國家之需。即使確有必要，政府欲向出口商收取若干外匯，亦未始不可。不過必須注意一點，就是我國

自一八六二年有海關印刷的報告冊以來，我們可以查到，除僅有的五六年貿易出超外，一向是貿易入超的。而僑匯（連外僑匯款投資在內）亦從來未曾足以十足補足入超的缺額的，年年是要以白銀和黃金的輸出，以平衡國際全部收支的。現在兵荒馬亂，百業凋零，生產萎縮，物資奇缺，華僑在外經濟狀況亦遠不如前，外僑匯款投資更難期待，則貿易入超（實值上的入超）與外匯收支出超，何能避免。所以，找求外匯，借貸外匯，倒是外匯政策外匯措施的重要部份。在此時期，以若干借貸外匯，充作國家之用，以及彌補一般國際收支的不足，是當務之急。此其二。

變動與連鎖

最後，尚有數點說明。機動的外匯率，原是很好的。本人曾竭力維護，但是在推行之初，我們就建議，匯率機動，就必須真正機動。所以為執行機動，最好由指定銀行中推出較大的外匯銀行代表，組織機構以決定匯率，否則機動性必將失去。現在果不出所料。行政機構，顧忌及牽制過多，加以官員多考慮上峯關係，則對於匯率，於初時或尚能相當機動，中途必至拋錨無疑。現在事實昭彰，如果再圖繼續這種平衡基準率，恢復機動，已決不可能。行政系統和習慣如此，決非輕易而能改變。所以，本人已不欲再支持機動匯率了。況且匯率能機動到充分，與匯率開放何異。

關於進出口外匯連鎖問題，情形亦復相同。外進欲在進出口上獲得連鎖，則欲其收效充分，又必須全面連鎖。既曰全面連鎖，則出口後進口，以及進口後出口，實際上豈是每家貿易行所能辦到，結果仍是將外匯讓渡。這又與外匯在指定

銀行市場內開放匯率，有何差別。

還有自備外匯問題，亦可迎刃而解。外匯所謂自備，這完全是表面問題。不論需要何種證明，不難辦到。在匯率開放下，市場既有組織，進口已在貿易辦法上，嚴格限制，則進口而有外匯自備，正好任其所之。

諸如此類的問題，在指定外匯市場內開放匯率的制度下，莫不可以獲得合理的解決。

最後尚有數點商榷。第一是匯率變更是否刺激物價。這是相對的問題，只要匯率變動合乎適當時間和分量，是不會刺激的。說調整匯率，足以吸回更多量法幣，所以適足以平抑物價，這是把問題推論至中途而止，須知匯率放長，就是幣值降低，又是進口物價提高，勢必反映為物價上昇。刺激物價與否的關鍵不在乎此。說藉進口結匯的證金以收緊銀根，則被收緊的是正當商業的銀根，反使游資猖獗，暗息土騰，為游資造暴利。

第二是心理問題。人們喜把經濟變化，推到手心理作用方面。這未免太講外行話。通貨若不膨脹，物資若不缺乏，外匯若不奇缺，經濟若不凋零，何來心理作用？試問，人為什麼不愁空氣而發生「心理作用」去出高價搶購呢？

第三是以為進口結匯證金可以庫券抵充，或有利息，對商人並不損失。殊不知資金在乎活動，資金擱住就是損失，世上決無以幾副資本作一副生意之事。何況二角四分之利息與拆息相比，已是損失了。

第四是以為進口行家反正是個中間人，只取佣金，貴來貴去，賤來賤去，則證金有何害處可言。殊不知進口需證金，外匯結匯須按將來新匯

價計算，則使進口行成為不可測定的營業，等於作投機性的遞交，這決不是正當貿易之道。

總之，外匯政策已全部失效，不能再事頑固保守，只求亂改一兩味藥了，而應該根本有所改變。

一一 結匯證明書制度公布以後

五月三十一日中央銀行一三四號通函公布「結匯證明書使用辦法」後，各方意見多表滿意，茲試將當局談話及各報社論，彙誌如次。

(1) 俞鴻鈞談話：自上年八月十八日行政院公布中央銀行管理外匯辦法後，在中央銀行內設置外匯平衡基金委員會，察酌市場供需，調整外匯市價。同年十二月國府公布中央銀行管理外匯條例，經即依照辦理，對於吸收出口外匯及華僑匯款尚著成效。至本年初，以物價外匯黑市日趨上漲，人心浮動，深恐提高匯價刺激市場，影響物價，平衡委員會在此種情形之下，對於調整匯價不無顧慮，遂致平衡委員會之市價與黑市匯價相距日遠，因之出口貿易頗受影響，大部份僑匯流入黑市。而進口商所需外匯仍依照平衡委員會市價結購，不啻享受特殊待遇，亦欠公平。迭經各方建議改善進出口結匯辦法，使出口貿易順利推進，華僑匯款納入正軌，進口商輸入貨物，付相當合理之代價，俾進出口商利益趨於均衡。經政府詳加考慮，決定採用結匯證明書辦法，於現行中央銀行管理外匯條例範圍之內酌加補充，規定於本年五月卅一日起施行，以期達到目的。復為避免刺激物價安定民生起見，對於米、麥、麵粉、肥料、棉花之進口，經政府核准之需要結

匯時，毋需使用結匯證明書，仍照平衡委員會結匯率計算。上項辦法，實為糾正當前經濟病態必要之措施。蓋出口貨物順利推銷，生產自可加增，華僑匯款納入正軌，外匯來源亦較充裕，對於國計民生，裨益匪細。至中央銀行與輸管會原訂第一三一號英文通函，規定進口結匯辦法，經會商決定自五月卅一日起即予取消。

(2)當局解答證明書制度的優點：關於改善結匯辦法及改變後可能發生的影響，有關當局特解答如下：

(問)原來的的外匯辦法為什麼要改變？(答)現在的外匯辦法是去年八月十八日公布的，當時的目的，是使得外匯牌價與市場價格相接近，以便利出口與僑匯。施行之初成績很是滿意，出口增加，僑匯湧入。但是後來一般輿論，對於匯價與物價的關係常有誤解，以為匯價的調整刺激物價使其上漲，遂致在物價上升時，平準基金會的匯價不能隨之調整。至本年三月以後，匯率落後愈多，已失去原來機動調整的意義。這次公布的結匯證明書的辦法，並非對於原來的辦法有根本的改動，不過利用結匯證明書的運用，以補充原來辦法的不足，以達到去年八月外匯辦法的原來的目的而已。

(問)為什麼不根本廢棄現在的外匯制度而採用自由外匯？(答)在物價繼續上漲中，完全自由的外匯制度是很危險的。所謂自由外匯，在物價穩定之時，是在一個相當固定的匯價之下，無限制自由買賣外匯；在物價繼續漲中，一般人所謂自由外匯，自然是政府既不規定匯價，又不限制外匯的買賣而言。但當物價繼續上漲時，人民都放棄貨幣，囤積貨物，假若外匯自由，則必有

若干人不存貨物，而存外匯。因為外匯的保存比較便利，沒有堆棧費用，又易變現，所以外匯的需要必當甚大，匯率必將暴漲。這種匯率的暴漲，自然可以刺激出口，但是出口所得的外匯，若是用以滿足囤積的需要，則國民經濟並未受利，而匯價與進出口物價的上升，則反足以助長一般物價。有一部份人士所謂自由外匯，甚至主張政府完全不供給進出口外匯，令其直向市場覓取。現在出口所得的外匯是不夠進口之用的，政府若是完全不供給外匯，必致匯價更漲，這是不宜採用完全自由外匯的原因。

(問)為什麼不採用進出口聯鎖制？(答)進出口聯鎖制，嚴格說來，是規定商人以甲物出口後可以換取乙物的進口。但是因為出口商並不一定能進口商，所以這種聯鎖，除了少數物品可以製成品換取原料者外，都很不方便。若是出口商可以輸進物資的權利隨意轉讓於進口商，則事實上已非真正的聯鎖制，而與本辦法的原則相同。此外輸出入聯鎖制僅解決商品的進出口，而不能解決匯款與收購外幣及私人結購外匯等問題，此為其缺點。

(問)本辦法是否較原有辦法及自由外匯與進出口聯鎖制均為優勝？(答)甲、本辦法較原有辦法為優。原有辦法的最大缺點，是平準基金會的改訂匯率常受批評，以致不能追隨物價而與市場情形適合。本辦法的實行，並非即謂以後平準基金會的匯價即不再作調整，不過有了結匯證明書以後，外匯牌價即使偶然落後，亦不致因此而阻滯出口與僑匯。結匯證明書的代價，既由市場供自由決定，不由平準基金會掛牌，故亦不至因為基金會的受到批評而使結匯證明書的

售價落在物價之後，因而阻礙出口與僑匯。所以我們說結匯證明書的運用，可補原來辦法的不足。乙、本辦法有自由外匯的優點而無其缺點。自由外匯的唯一優點，就是外匯價格由自由市場決定，可隨物價變動。現在結匯證明書的售價既由買賣雙方自由決定，所以結匯證明書的售價也就是自由市場的價格。進出口商向指定銀行結匯時雖仍按照外匯牌價，但其實際結匯時收付法幣的數額，實為外匯牌價與結匯證明書售價的總和，這個數目也就是自由市場所決定。所以在匯價這方面說，本辦法是與一般人所謂自由匯兌的制度相同的。不過本辦法仍規定僅有領得輸入許可證與結匯特許證者，始得購買結匯證明書與外匯，使證明書與外匯均不致流入投機者的手中。結匯證明書的有效期限又規定為七日，連進出口商與領得結匯特許證的商人都不能預購居奇，這些優點都不是自由外匯制度所能有的。此外在輸出所得的外匯與其他匯款收入，若是不足以供給進口的需要而致結匯證明書的售價飛漲，仍可由中央銀行發行特種結匯證明書以供給之，亦優於自由外匯制度。丙、本辦法有進出口聯鎖制的優點而無其缺點，是在匯價落在物價之後時，可以進口的利益補助出口的損失，而其缺點則在進出口常非同一人，且其他外匯交易亦不能解決。其實任何國家，在任何制度之下，都是以出口與其他所得的外匯供給進口的需要，現在我們對於出口與匯入匯款及繳入外幣者，都同樣的發給結匯證明書，可以隨意轉售，並規定進口與私人的購買外匯者均須繳納結匯證明書，則一切外匯供需皆同時解決。

(問)結匯證明書的實際運用是怎樣？(答)

凡是出口商在結售外匯與指定銀行時，即由指定銀行代理中央銀行發給普通結匯證明書，凡指定銀行將匯入匯款或外幣售與中央銀行時，即由中央銀行發給特種結匯證明書，這兩種證明書的功用是一樣的。不過前者是由指定銀行代中央銀行發給出口商，而後者是由中央銀行發給指定銀行而已。凡是在輸管會領到輸入許可證的，都必須再以同值的結匯證明書繳入指定銀行始得結購外匯。非進口的外匯需要領得購匯特許證以後，亦必須繳納同值的結匯證明書始得購買外匯。但是出口所得的結匯證明書其面值不一定與某項外匯的需要數量巧合，所以中央銀行與指定銀行得將其本身所發行的證明書重新劃分為若干張，以適合結購外匯者的需要。結匯證明書可以在市面上自由買賣，價格由買主自由決定，但必須是有權購買外匯的人纔有權購買結匯證明書，以防投機取巧。每次轉讓必須背書，只要有一次落在無權購買外匯者的手中，則那張證明書即行作廢。

(問)結匯證明書的售價會不會無羈束的上漲？(答)這點大約是不致於的。第一結匯證明書的有效期限只有七天，過期作廢。又僅有合格的人士有權購買，所以不能作為投機的對象。第二如因季節或其他原因，偶有供需不調，中央銀行還可以發行特種結匯證明書以爲調劑。

(問)結匯證明書的有效期限只有七天，他的售價會不會爲進口商人故意壓低使出口商不利？(答)這點是不足爲慮的，因爲結匯證明書的所有人仍可隨時將證明書售與指定銀行，所以進口商亦不能故意開列過低的價格。

(問)本辦法的實行，是否可以完全解決僑匯問題？(答)本辦法施行後僑匯的利益增加，

逃入黑市當不上算。因爲私自匯兌總有不便，且有蒙受損失的風險。不過將仍有一部份僑匯先逃至香港，這種逃避，在物價繼續漲中，除非嚴密緝私是不能盡免的。不過這次的辦法對於以外幣售與政府者也給與結匯證明書，所以這些港紙與通天證等，不過暫時存於私人手中而已，等到他們需款使用時，仍可以有一部份流回中央銀行。

(問)本辦法對於國內一般經濟的影響是怎樣呢？(答)本辦法施行後：(甲)由於出口的利益增加，出口必然增加，國內出口物品的生產事業也可興盛。現在的收購辦法也不需要，出口貨款也可減少，可以減少行政之煩。(乙)進口的利益當較現在減少，但不致於受到損失，因爲結匯證明書的售價若是太高以致進口不利，則進口商必不願購買，而售價必仍將回跌至進口有利爲止。(丙)出口僑匯與外幣購入的增加，可以加大政府的外匯資源，以輸入更多的有用物資。

(丁)當匯價低於物價時，一切的價格關係都是畸形的。自工廠看進口原料與機器等似乎非常便宜，但事實上自整個國家看則是甚貴。這種錯誤的成本會計，可使物資的使用入於不經濟與浪費。新辦法可以改正這種錯誤，並且由於結匯證明書售價的自由，還可以繼續不再錯誤。

(問)本辦法的施行會不會刺激物價？(答)照道理說，本辦法的施行是不應當會刺激物價的。自然由於出口的利益增加，出口物品的價格應當略爲提高，在現在出口物價過低的情形下，這是應當的。不過就是這種價格的提高，也不致於過甚。因爲現在的出口物價，本來就不是跟着平準基金會的匯價走的，由於出口收購與出口貸款等，出口物價本超過匯價，所以出口品價格的上

升，必遠在結匯證明書售價之下。至於進口方面，則因現在的進口物價本超過平準基金會的匯價二三倍，所以本辦法的施行，亦不致令其再爲提高。對於一般物價更無影響，由於出口的不必收購與大量放給出口貸款，反可節省政府的法幣支出，而減緩物價的上漲。至於由於通貨膨脹而引起的物價長期上升，則與外匯的辦法無關。

(3)進出口業的意見：「結匯證明書使用辦法」公布後，記者特分訪進出口公會代理理事長馬仲達、祕書長張耀章及常務理事宋秉倫三氏，他們對於新辦法的意見，在原則上他們一致擁護，並願全力合作。認爲這是政府在外匯政策上的賢明措施。這個辦法實行後，他們認爲：(一)停頓已久的出口將因此推動起來，出口商所得出口外匯，除以央行牌價結與指定銀行外，其與黑市的差額，可在指定銀行所發給的結匯證明書出售給進口商時取得補償，因此在有利的情形下，出口勢將大爲增加。據進出口公會代理理事長馬仲達的估計，六月份出口所得外匯可增加至二千萬元，這是新辦法的最大優點。(二)僑匯與出口外匯相同，可不必再在黑匯中逃避而納入正軌，未來的僑匯數額一定大增。(三)在出口有利的情形下，出口商將在國內競購出口貨，誰有出口貨誰就有外匯，因此短期內出口貨的猛漲是可能的。但此不必憂慮，各界人士更不可誤會，經過這個必然的過程以後，出口貨價自可獲得自然的水準，因此祇望出口業人士的全力合作。(四)結匯證明書使用辦法近乎進出口連鎖制度，與進出口公會以前所要求者不謀而合，出口商出售結匯證明書給進口商，就充分表示進出口的連鎖精神。(五)該辦法規定出口商所得的結匯證明書必須在七天以內出

售，這固然可以使出口商不能過份提高出售價格，而在一週內出售，但規定時間未免太短，若一週內找不到願主即將失效，故當局再加以改善。

④進口商向指定銀行結購進口外匯時，除購得出口商的結匯證明書外，仍須輸管會所發的輸入許可證，此時輸入許可證的意義與以前已有不同，此許可證已不再含有管制外匯的意義，而僅管制輸入貨品的種類與數額，但可以此作為進出口外匯謀取平衡的工具。

(4)吳大業：「結匯證明書制度的成功條件」自從二十八年以來，我們的外匯匯率與物價相較，始終都是偏低。戰時對外交通斷絕，沒有多少的對外貿易，影響不大。戰後對外經濟關係逐漸恢復，匯率的決定，不獨可以影響進出口貿易，並且還與整個經濟有關。但是在物價繼續漲中，任何固定的匯率，在決定之後，只要物價繼續漲，則必仍然偏低。因此乃有去年八月十八日的新辦法。按照該項辦法的規定，外匯平準基金委員會應「察酌市場情形，調節外匯市價」(辦法第七條)。原來目的乃是按照市場供需情形，隨時調整匯價，所以不稱官價或牌價，而稱市價。但是很不幸的，在原辦法的第一條即埋伏了一個錯誤。該條原文是這樣：「國民政府為穩定貨幣，促進經濟復員，並為準備實施國際基金協定起見，特授權中央銀行辦理下列管理外匯之任務。……」。在財政不能平衡，通貨繼續膨脹之中，如何利用外匯的管理來穩定貨幣！該條又稱「為準備實施國際貨幣基金協定起見，等等」，但是實施國際貨幣基金協定，是需要穩定的匯價的。如需穩定的匯價，又如何可令外匯平準基金會察酌市場供需情形調節外匯市價！可見

在這個命令公布之時，數年來利用穩定匯價以期安定物價的一貫心理仍未能完全除去，因此當物價上升而匯價隨之調整時，自然就很容易受到輿論的批評，以為平準基金委員會沒有盡到責任，以達到貨幣的穩定。甚至政府本身亦持此看法，而於去年十月派員審查。於是在物價上漲時，平準基金會若是提高匯價，則受到刺激市場的責備；若是任從匯價落後，則出口與僑匯又無辦法。這是原來外匯制度的困難。

為要打破這個難關，中央銀行於五月三十一日宣布結匯證明書制度。對於出口外匯，匯入匯款與外國貨幣的售與中央銀行或其指定銀行的，發給一種結匯證明書。進口與其他准向指定銀行購買外匯者都必須以相等於欲購外匯價值的結匯證明書繳納央行或指定銀行，始得購買。因此結匯證明書與結匯的實際價格，實為外匯牌價與結匯證明書售價的總和。這種總和的實匯價，若政府不與干涉，則應反映市場供需情況，而與市場匯價相近，並隨一般物價升降。因此進出口，匯款，與外幣收購等問題，都可一併解決。

據說，在行政院公布八月十八日的外匯辦法以前，當局曾經考慮過這樣的一個計畫：出口外匯，匯入匯款與私有黃金外幣均得存入指定銀行，作為登記外匯存款。這種登記存款，可於規定期限內由存款人利用以輸入物品或其他經過特許的用途；或轉售與進口商或其他合格的買主。沒有平衡基金委員會的組織，而僅設一外匯清算委員會，助指定銀行與客戶覓取買主售主。匯價不由清算委員會決定，而由市場的供需自由決定。但中央銀行則得經過清算委員會按照市價買賣外匯，以防供需的不調。這樣的一種辦法，

其作用與這次的結匯證明書的辦法是完全相聯的，不過因為沒有牌價，只有一個市場匯價，所以用不着結匯證明書的工具。在那種辦法中，市價就等於現在牌價與結匯證明書售價的總和。那個方法自然已經比現在的證明書的方法簡單。但是當時當局覺得仍可再簡單一點，故改由中央銀行外匯平準基金會掛牌買賣外匯，不想由於責任的關係，這一點的區別，竟使牌價不能自由調整，而完全失去本來的目的，恐怕不是當時所料及的。

去年八月的外匯辦法，後來是曾經立法院通過的。所以如有基本改動，必須仍得立法院的通過，而在立法院的長期討論中，說不定會引起市場的反響。這點大約是雖在匯率失去機動，而當局仍審慎從事，不敢輕率言變的原因。我們知道在過去的幾個月，當局曾經詳擬並考慮過許多不同的外匯辦法——包括由最簡單的每天按照物價指數調整匯率的辦法到比較複雜的對於主要進出口物品個別處理的辦法，而結匯證明書的制度則是其中之一。在不基本改變原來外匯制度的前提下，證明書的辦法是比較能恢復去年八月外匯制度的原意，由市場供需決定匯價的。我們又知道現在所用的辦法，在今年三月就有成稿，經兩月餘的研討修正而成，當局的審慎從事，是值得欽佩的。

結匯證明書的辦法，是否能夠果如當局的聲明，達到改善輸出與僑匯，增加外匯資源的目的呢？這點決定於我們一個最基本的觀念。假若我們仍然保留着從前拋售黃金外匯以期安定物價的看法；假若我們仍然以為政府的種種外匯措施的目的在穩定貨幣與物價，則我們可以擔保在繼

續通貨膨脹之下，任何外匯政策，在三四個月至半年之內必歸失敗。假若我們認清在通貨膨脹之下，匯價的落後是對於國民經濟有害而非有益；必須使匯價追隨物價始能使一切生產與貿易得到平衡的發展，在政府與人民方面都同此看法，則當局對於新辦法所說明的利益，是可以希望達到的。

我們先要說明為什麼在通貨膨脹之下匯價的壓抑不能穩定物價。在普通的情形下，假若政府財政收支大致相抵，而物價上漲，但政府維持匯價不變，在此匯價之下，無限制拋售外匯，則一方面貨幣回籠，一方面買到外匯者可以輸進國外廉價的物資，國內物價自然回跌，這是一般人認為低匯價可以安定物價的原因。但在財政收支不抵，通貨膨脹的情形下，除非我們的外匯準備可以一連抵補數年的財政虧空，釘着匯價以拋售外匯，是達不到這個目的的。其結果不過是白白喪失了我們可貴的資源，去年二月的停售黃金，已說明這個政策的不可行了。在不能無限制拋售外匯，無限制輸進物資時，釘着外匯連穩定進口物品價格的目的都辦不到。因為進口貨量受到限制以後，牠們在國內的售價是不會按照所付外匯的成本以為折算的。所以在通貨膨脹不能停止時，低匯價可以穩定物價的觀念必須取消。

前面是說明低匯價的無利。現在我們再解釋匯價若是低於物價反為有害。並且這種害處，遠超過一般人所想像的程度。在物價上漲而匯率落後的情形下，出口走私，僑匯逃避，可用的外匯資源減少，不得不緊縮進口限額，於是進口利益加大，進口走私增加，海關稅收減少。這些惡果，都是人人知道的。此外還有許多不為一般人

所注意的缺點，我們願意在這裏作一個比較詳細的說明，以幫助我們觀念的改正。

一般人都以為較低的匯價，可以壓低進口原料的成本，因而壓低工業產品的價格。進口機器比較便宜，又可以加速中國的工業化與戰後經濟復興。這些都是一種不正確的見解。我們必須分別清楚私經濟觀點下的成本與社會觀點下的成本。我們可簡稱為私成本與社會成本。私成本是企业或私人購買原料機器等實際支付的代價，在匯價偏低之下，對於購進的企业家的確是便宜的。但自整個社會國家看，就不是這樣。我們還要追究這些便宜的外匯，是用了多大的代價得來的；這些外匯若不用來輸進這些物品，可以另作什麼其他用途。這就是所謂社會成本。我們都知道進口所得的便宜外匯，是犧牲了出口而來的。所以進口的便宜原料與機器，其實際的社會成本，不獨尚須加上出口商於輸出貨資時在便宜外匯上的法幣損失，還須加上由於便宜外匯而減少出口數量，甚至減少國內產量的損失。所以利用便宜外匯以得到廉價的原料與機器，其社會損失是遠在工廠用戶所得利益之上的。換言之，自全社會國家看，我們不獨未得廉價原料機器的利益，還有淨損失。我們也可以說是負號社會生產。其實我們若欲扶助生產，何不對於生產者直接施與補助，而偏要造成社會淨損失與負號的社會生產呢？直接補助的代價是明的，看得見的，可計算的；而偏低匯率的補助，在受益的人看來是應份的。後者的辦法是必引致成本計算的錯誤與物資的浪費的。何況廉價外匯的進口，對於各種物品一視同仁，並常致這種受到匯率補助的進口入於囤積者或中間人的手中，而直接生產用戶

僅能得到部份的利益。

此外低的匯率並非進口的私人外匯需要方面是一種不公平而不必需的補助，並且也是一種浪費，自不必說。在政府外匯方面，也是一樣。政府各部門的預算是以法幣計算的。便宜的外匯可使他們在私經濟觀點上覺得在國外的支出比較便宜，而致增多外匯支出的需要。如匯率比較合理，則可得到正確的比較成本。並且購買外匯所需的法幣加大，則欲想增加外匯支出，還須請求追加預算。這樣就可以又由預算的審查來節省法幣與外匯的支出了。所以我們以為一切外匯需要，沒有例外，都應當繳付結匯證明書的代價，始得結購。連米、棉、肥料等物都包括在內。因為必須這樣我們纔可以真正的知道各種外匯需要或各物進口的真正的「社會成本」。為拋售、配給或平價之用，我們也可確知社會對於用戶或消費者到底給了多少的補助。換言之，我們應當用明的補助，而不應當用暗的補助，使享受者得到了好處還不領情；施捨者替人民花了很高的代價還不自知，甚致使物資入於浪費。

我們已經看過為什麼匯價的合理調整反為對於整個國民經濟有利，而匯價的壓低或落後則反為不利。至於在物價上漲時匯率的隨高不致於助長物價，則確如負責當局所言。其結果不過是不再壓低出口物價而已。匯價合理後，出口收購與貸款的減少，反可減少政府的法幣支出而減緩物價的上漲。

我們的結論是這樣：中央銀行絕不可再以平抑匯價或結匯證明書的售價為己任；在物價繼續漲中，連這種下意識的觀念都應當打消，不然必致為其所累，而致證明書的售價落在物價之後，終

與未修正前的原來外匯制度無別。在社會輿論方面，更不可有這種主張或批評，以平抑結匯證明書價格的責任歸之中央銀行。惟有這樣始能希望達到本辦法可能得到的利益。(六月一日大公報)

(5) 祝百英：「結匯新辦法之執行技術與貿易措施」

「……這一辦法的成效，首先要看實行技術的設計如何而定。市場管理和匯率開放的原則是十分良好的；所以這確是睿智的措施，切合有關各方面的利益及其需要。可是實施技術極關重要。技術的設計，就是在乎這證明書的買賣市場如何安排，和匯率如何決定。倘若證明書是任由持有者去奔走出售，即使獲得結果，甚至獲得良好的結果，則至少亦為拙劣的辦法。譬如支票的收付，倘若讓個別銀行去向各支票銀行對帳清理，其繁劇笨拙將會達到如何的程度。清算機構如票據交換所之設立，就是為避免這種笨拙的設計。是則證明書的買賣，亦應設計一個集中的市場。可能的市場設計，該有三種：第一是由一家主要外匯銀行掛牌買賣，第二是成立一個交易市場，第三是組織委員會議定價率，依此而經由指定銀行買賣。第一個辦法，恐怕沒有一家銀行願意出而負這一重責。所以，真正可能者，當不出第二第三兩種。

先說集中交易市場。凡持有結匯證明書者，和有資格購入者，都一如證券交易般集中至市場喊價交易。這種市場的優點，是可以依供求的關係，互相競作買賣，決定匯率，免除個別執證者四出兜售之煩，以及受到煞價之累；或者免除購匯者四出找尋售證者，並受抬價之厄。在這種市場買賣中，指定銀行當然可以參加，而且應當參

加。有指定銀行參加買賣，為的是在證書不能售脫或搜求不到之時，指定銀行可以出而買賣以填補之。而這一集中市場辦法的缺點，是過份容易遭受一時供求關係的失調所牽制。證明書必有限期，為的是防止囤積和投機。而進出口原有季節性，時旺時淡，且受船期的限制。在現今出口困難，進口許可更形困難，許可證明書成批發出，諸種條件之下，證明書的供求關係，決不會是每日均勻存在的。最常見的現象，將是一時證書供應很多，一時供應又少，或甚至絕跡；一時需求孔亟，一時又無人過問。如此，又未免使匯率波動過份頻繁。而且，經驗還可以告訴大家，這種證明書不一定天天會有交易，這可於指定銀行的現行外匯買賣實況證明之。是則設立一個市場，市場上有時會清淨得無市可做。即使繁忙之時，大致亦不至如通常交易所之繁忙。這種集中市場，大概不過像一個小規模的議價集會而已。但是如果遇到證書購無人或售出無人的時候，指定銀行和中央銀行的義務如何，又無拘束。

倘若組織一個委員會以議定價率，並可經由指定銀行買賣，則正可彌補這些缺點。匯率雖開放，匯率終久需要有一個自然的根據。黑市匯價和港匯，是盡人皆知的事實。所以，組織一個委員會，由指定銀行公會推出較主要的外匯銀行代表，包括中外銀行在內，再由進出口業公會推出進出口行代表，共若干人共同組織一個議價機關，每天議定價率，作為買賣基準。進出口商各依議價買賣。凡遇持證者售賣不出而欲出讓時，指定銀行應有依價收購的義務，以履行「結匯證明書使用辦法」第二十四條「得為其本身買賣結匯證明書」的規定。凡遇購匯者無證書供給

時，指定銀行應將購入餘額證書出售。依辦法規定，指定銀行當日所有結匯證明書的餘額，是不得留存在本行，必「須於當日營業終了時，存入中央銀行之該行結匯證明書往來戶」(二十四條)的，而「各指定銀行在中央銀行之結匯證明書往來戶，每日所有餘額，不得超過美金一千元或其同值之外幣」(二十五條)，不過指定銀行「得就其所存入之結匯證明書，向中央銀行支用特種結匯證明書」(二十二條)。依這些規定，希望的是，指定銀行購入的證書，必須能於必要時再提出供給核准的進口商或其他客戶。而中央銀行方面，能不再打小算盤，而將一時未能售出的證明書所代表的外匯據作已有，不再發出特種證明書以供商用。所以對於上述這些條文，必須能在執行技術上補充如下的辦法，則執行技術就可完美無缺，即：第一、凡一時未能售脫的證明書，指定銀行應予收購；第二、指定銀行收購證明書的餘額，若超過限額，中央銀行應有依價收購之義務；第三、於核准出口商或其他客戶未能購得證書時，指定銀行應有出售其收購的證書餘額的義務；第四、如再不足時，則中央銀行有依價以其所購證明書餘額，售發特種證明書予指定銀行，以便供應合法購匯者的義務。在外匯供不應求的狀況下，希望中央銀行能不乘限期及限額以外未能成交的結匯證明書之機，收住外匯不放，藉此並獲取基準率之巧。想來俞總裁既決定了這開明的外匯新辦法，當不至斤斤較量，為中央銀行打此小算盤。

跟着的一個問題，就是匯率。匯率既如上述由有關各方議定，自然可以根據進出口利益和供求關係確定之。這是一個有組織市場的內部價

率，對市場以外不負責任，所以應該不必作任何其他顧慮，毋須顧忌什麼。基準率的失敗，就在乎顧忌。這一議價機關由進出口行及指定銀行組織，不請中央銀行參加，就是為避免官方的顧忌。這是一個商用私市場，而且還不是像米市場、魚市場那樣公開，而是一種 *Close Market*。價率議定之後，證書直接買賣者必須遵守，指定銀行亦須遵守，中央銀行收購指定銀行結餘證書，以及再行售發前購餘額的特種證明書時，亦應遵守之。至於銀行買進賣出的差價，則自應依習慣規定其存在。所有進出價率如能都遵守這種議價，則囤積或取巧的可能就完全可以免除。

為了避免對於證明書的囤積或投機取巧，自然證明書必須規定有期限，否則持書者可以有意囤住不售，以待善價。不過，以進出口及匯款現狀言，純就技術觀點說，七天確實是略嫌短些。因為除開發行的第一日，再除去必然遇到的星期日，則七天僅為五天，自然感覺短促。不過，既有議價，又有指定銀行集中買賣，則已增加若干便利，不完全需要客戶兜售找購，所以限期亦不必過長。半月以上，一月以內，斟酌一個技術上適當的限期就行了。

這一匯率開放，其目的正為獎勵出口和吸引僑匯進入指定銀行，自然可以增加外匯數額，以供進口之需。但是，以我們需要進口物資之孔亟，及歷來國際收支之一向入不敷出，如欲達到出口外匯和僑匯足敷進口之需，未免是奢望。所以，除此之外，必須另求外匯的補充。美援物資是第一筆而且巨大的補充。美援物資的性質，正是我國所需若干種大宗輸入，這就是等於供應我們這些外匯。但是細核美援所代表的外匯數字和

物資種類，以及過去輸入救濟物資時的進出口情形，我們不難獲知，這一補充手段尚不足夠。因之，新外匯措施大可兼負一個新使命，就是設法向外找求外匯，如政府向美借款，或協助商家向外借貸進口外匯（如國外定貨借款等），或中央銀行擔保此類借款。這種補充手段應當努力為之，但是其效果是不能預期的。外匯的不足，並不能藉此隨時獲得補救。

開放自備外匯進口，應為新辦法的自然結果。匯率開放，進出外匯互相自求供應，而仍有不足，中央銀行若能於必要時參入外匯頭寸，一如現在配米之為參入米頭寸於米市場一般，以裕供應，自屬良意美舉，否則就必須開放自備外匯。這是十分自然的措施。進口既是一一經由審核核准，則每一進口必為必要，否則只能是審核錯誤。既是核准和必要進口的貨物，或核准的支出，則遇到外匯缺乏，自然應當准許其自備，而且亦非自備不可，否則准許變成虛應故事，名不副實了。核准的進口而可自備外匯為之，並無害處。況且現在匯率既已開放，正好藉此吸引黑市外匯進入正軌，獎勵自備外匯出籠，以供正當用途。

說到這裏，問題就不得不轉至貿易了——這一關係外匯新辦法成敗利鈍的第二個關鍵。輸出入管理委員會在六月二日向報界的宣示，其書面文件上載有：「三十六年八月十八日行政院公布之『進出口貿易辦法』及其附表，在未呈准修正以前，繼續有效。」而這裏所指的附表，還是承襲民國三十五年十一月十八日的一張。貿易辦法是如此之舊。外匯辦法已修正了好幾次，亦即進

步了好幾次，而貿易辦法老是落後。不甯唯是，這屬於三十五、三十六年的貿易辦法及其附表，事實上已被命令、通告等之重重修改，面目全非，亦應徹底加以改訂。根據歷次修改的附表品類言之，並且就對於附表一、二、三實際的處理情形而論，貿易制度已經大可簡化，根本簡化為自由進口和限額進口兩種就足够了，用不着多立名目，另設什麼許可類，以徒增紛繁。像附表一那樣嚴格的生產器材，或再略行添加少數項目後，應該規定其為可以自由進口。這種基要生產器材的進口，是真正能够提高生產的，而且又是決不能供作囤積投機的對象，應該獎勵之不暇，何必多此審核許可之一舉，現在中央銀行既已解除供應外匯的義務，則自由進口並無牽累或可作猶豫之處。進口機器的人，可以覓購結匯證明書，如果購求無着，則可以「自備外匯」。只要種類限制嚴格，自由進口是有百利而無一弊的。

除此狹隘的自由進口外，就是限額輸入。從前，限額是以外匯資源作根據。附表三甲的許可，更受外匯所限制。現在這兩類大可不必分別，一律以限額許可之。限額可以一次訂定，不必逐筆審核，既簡政亦省事，更可免去行政糾葛，為政府節約，為人民去煩。限額的品目大致可與現行的准許範圍相仿。限額類的品目和數額，很可以由輸管會根據實際情形，廣採工廠和進口業意見，定出客觀的標準。輸管會可以實際需要為基礎訂定限額。聞該會負責方面有表示，以後限額當視出口外匯的供應為轉移。筆者深深希望其萬勿出此下策，這將成為將來物價高漲的罪人。開放匯率，原已有刺激物價之嫌。如果輸管會不按實際需要反視結匯證明書多少，刻小限

類，則進口品因貨稀而騰貴，工廠因缺料而成本提高，出品減少，以致漲價，其全部罪責將集中於輸管會一身。這是策之下者也。限額若按實際需要規定，則結匯證明書如有不足，就可以求諸自備外匯，此呼彼應，互相配合，既符合開放匯率的精神，又克奏貿易管制之庸功。何況必要進口的外匯需求如果多於出口外匯的供應，則經由匯率，又可再度促進出口，這纔是上策。

如果貿易辦法不作如此修正，或不迅作如此修正，則新結匯辦法的良好效果會被減弱。

所以，結匯新辦法是進步的良好的改進，但是必須配合以結匯證明書市場的適當技術組織，以及貿易辦法及其附表的徹底修正。辦法和執行技術不能是二元的。外匯辦法和貿易辦法也不能是二元的。(六月六日大公報)

(6) 申報社評：「外匯政策的新轉變」

現行的外匯辦法，左支右絀，百病叢生，實在不能再拖；本報於本月二十八日，在「要求有新的外匯政策」一文中，曾把各種弊病，和可能的改進辦法，分別指陳過。昨日俞財長已將結匯證明書之使用辦法正式公佈，並定於今日起即行實施，這在一般人的期望上，雖已覺得太迂緩，但見免顧犬。究屬未晚。

上項使用辦法的條文，共二十三條，具見今日本報，其大要為：

① 進口商於領得許可證後，應向出口商洽購結匯證明書，其價格除按照央行外匯平衡基金會之掛牌外，雙方得自行洽定貼水。其意義即 (A) 以後進口外匯，除米、麥、麵粉、肥料、棉花外，央行不再供給；(B) 而由進口商向出口商洽購，其貼水的高下，央行亦不過問；等同自由匯價；(C) 但外匯與進出口貿易的管理，並不廢止，換句話說：即是變相的進出口連鎖制度之實施。

② 按照當日的的外匯貼水行情，指定銀行得收購原幣匯款(包括華僑、外國政府、教會、慈善機關、及其他之匯款)，及在國內之外國貨幣。其意義即(A)以後僑匯得照市價折收法幣；(B)在國內之外幣，雖未許自由流通，但可按市價售給指定銀行。此項買賣，已屬公開交易，不算黑市，亦不算違禁；(C)而國人所有的外國存款，亦可按照是項結匯辦法流歸國內，不再凍住；

③ 進口結匯辦法，即限定進口商須繳存保證金的限制，即予取消，此項糾紛，根本解決。

照此規定，則進出口貿易的實施連鎖，自備外匯的開放，與僑匯的招徠，這幾個重大問題，至此已俱有相當的解決，不能不說是一種很合時宜的措施。如果施行得宜，不再隨時加上種種不合理的限制，我們相信：當前對外貿易的僵局，不難就此打開。但也還有幾個次要的問題，不能

不附帶研討一下，如次：

一為進口的限額問題 這裏並沒有隻字觸及，想必依舊有效。不過過去各期的限額分配，是以所供給的外匯額為標準的。現在進口商既許自向出口商洽購普通結匯證明書，並許向指定銀行購進特種結匯證明書，不知於申請許可時，其限額又如何核配？

二為自備外匯的辦貨問題 照新訂辦法第八條，此項外匯，自可按市價賣給指定銀行。但按十一條之規定，指定銀行須以之繳入央行，而於領取特種結匯證明書後，再售與合格之進口商或其他合格之客戶，則凡握有此項外匯之所有人，便不能直接辦貨進口。這於國外存款之流歸國內這一點上，仍還沒有宣導得宜。因為國內廠商握有此項存金的，為數恐不在少，他們的目的，自在於採辦生產器材或原料入口而斷不願無條件地匯入國內，再作不可必得的進口申請的。

三為出口商的兼營進口問題 照章，出口商應將全部外匯，結售與指定銀行，其結匯證明書，雖可自由出賣，但欲自行辦貨進口，其申請許可，仍須與其他一般進口商同樣辦理手續，並無任何優先權；其結匯證明書之有效期間，又只規定以七日為限，不得展期，事實上，妨礙了他們所兼營的進口業務，亦挫折了他們推廣出口的興趣。

四為寄售出口貨的結匯期限問題 此項期限

，規定為三個月，逾期結匯，即不許發給結匯證明書，這在當局，自有其相當的理由。但在外銷滯塞，與國外市場競爭過劇的時候，限制過嚴，無異強迫賤賣，不許等待機會，亦與進出口的宗旨未能融合。

以上各項問題，雖不能說是新辦法的缺點，究屬折衷未盡至當，為「出口貨物順利推進，……華僑匯款納入正軌，外匯來源亦較充裕」起見，我們仍希望合理補充，以求擴大預期的效果。又在這新辦法實施之初，物價水準不免隨匯價而調整，短期間的相當波動，自所不免。深望一般商民，體認此次外匯改進的意義所在，審慎處理，萬勿過於推波助瀾，以減輕過渡時期的弊害。（五月三十一日）

(7) 新聞報社評：「論結匯證明書辦法」
結匯證明書辦法，名義上，是現行外匯管制辦法的補充規定，實際上，則是以出口商與進口商之間自行決定的匯價，來代替過去的基準匯價。目的在使匯價得自由變動，以求避免偽匯的逃避與出口的走私，進一步並欲鼓勵出口。這辦法，雖不是書本上所講的聯鎖制，然而確是我國工商界所要求已久的聯鎖制。

這辦法在防止偽匯逃入黑市，防止出口走私方面，雖沒有充分的力量，但其功效，是無可懷疑的。此外，進出口商所遭遇的顯著的公平，也可以由此消除，這是結匯證明書辦法的優點。至於說到促進進出口，則問題並不如此簡單。而且使我們更担心的，則是日後匯價的變更。從今以後，勢將有四個匯價：一是官價，二是基準匯價，三是結匯證明書的市價，四是黑市市價。同時有兩個外匯市場，一是自由市場，從事

結匯證明書的買賣；二是黑市市場，從事外鈔及黑匯的買賣。這兩個市場之間，自然有其密切的關聯，而新辦法的目的，亦即在使結匯證明書的市價，能自動接近於黑市市價。因此，今後匯價（證明書市價）的波動是否激烈，將視黑市波動的情形而定。依我們的看法，今後黑市匯價上漲的程度（假使禁止走私及阻止資金逃避的行政效率不變）較以往或將更厲害。因為一方面，進口走私對黑市外匯的需要，及資金逃避對黑市外匯的需要，都不會因結匯證明書辦法而減少；他方面，黑市外匯的供給，無論過去來自出口走私或逃避的偽匯，今後均將因結匯證明書辦法而減少。需要不變（即使略有減少，但必不如供給減少之甚），而供給減少，則黑市匯價的上漲程度，今後自必較以往更甚。而結匯證明書的市價，既以自動接近黑市匯價為目標，則日後匯價波動之烈，可以想像了！

為了避免過分的波動，從治標方面着眼（現行外匯管理的本身，亦就是一種治標的辦法，治本的辦法在於通貨不再膨脹），我們不能不要求政府當局特別提高禁止進口的行政效率，并加重對進口走私的處罰。如果能夠使進口無從走私，則縱然無法阻絕資金逃避，也可以使外匯的黑市場大為減色。在這樣的條件下，纔可以防止結匯新辦法的流弊。否則，為了企求不可必得的出口業繁榮，而使物價面臨更大波動的危險，從整個國民經濟看去，這未必是一件值得的事情。無疑的，結匯證明書辦法，和過去的辦法比較起來，是有利於出口的。出口既有利，則以現在的就業狀況論，出口物資的國內價格必然上漲（同時出口物資的國外價格却可能下落），結

果，出口商自必提高其結匯證明書的匯價，否則，出口物資仍將不能出口。等到匯價提高，出口物價又將上漲。如此循環，出口方面將只有價格的上漲，而沒有一量的增加。自然，匯價不斷上漲，將有利於出口物資的生產，因而可以增加出口量，但是，我國的出口物資，大多是農產品，生產過程相當長，生產規模不大能改變，所以從短期看，我們對於增加生產，實不能存多大的奢望。

為了避免一些不愉快的結果，似乎只好向工商界人士呼籲，請他們與政府合作，不要因改變外匯辦法而提高物價，這雖然不是經濟方面的辦法，可是，為國家，為社會，我們仍不能不作這樣的呼籲，並且期望其發生效果。（六月一日）
(8) 金融日報社評：「論新外匯政策」
實行近十個月的機動外匯政策，從昨天起宣布更張了，就是採行了結匯證明書辦法，也可以說是採取了外匯聯鎖制的精神。此項辦法，本來是在希臘已經實行很久的了，政府當局在在本年三月間，即對此項制度加以研討，並擬有具體辦法，所以這次之決然採用，並不是偶然的。

新辦法的要點如下：

(一) 以出口養進口，即以後政府不再供給進口所需之外匯，而以出口所得之外匯供給之，即利用「結匯證明書」之方式，聯鎖進出口，並益以偽匯等之收入。

(二) 過去出口以限於平衡會牌價之不能接近實際，而不能輸出，今後以出口「結匯證明書」可以自由買賣，可以補償其按牌價結匯之損失，所以出口應該可以推動。

(三) 偽匯逃避之風，日甚一日，主因也在

匯率太低，這次對僑匯可以賦與相等於「結匯證明書」價格之匯款貼水，使受益人不致損失太大，以期增加僑匯。其他外幣之售與中央銀行者，亦可給與結匯證明書，自亦可增加一部分外幣之收入。

(四) 進口貨除米、麥、麵粉、棉花、肥料以外，概需附有結匯證明書，方能結購外匯，但仍需先申請進口許可證，取得許可證後，乃能購買同額之「結匯證明書」，用以持向指定銀行結購外匯。

(五) 爲避免結匯證明書之抬價居奇，故限定其有效期爲七天，並以限於售與有許可證之進口商或指定銀行。指定銀行因僑匯而取得之「特種結匯證明書」，亦以售與進口商爲限。

我們綜觀此項新辦法，尙不失爲目下可行之辦法，理由如下：

(一) 在政府外匯基金枯竭之狀況下，與其負担外匯供應之全責，自不如任進出口自求平衡之爲宜。

(二) 促進進出口主要在匯率之能接近實際，但平衡會以種種顧慮不能如是調整，自不如任進出口外匯自尋水準，以免政府負担提高外匯之責任。

(三) 僑匯不能吸收，在於匯率太低，今允許匯款受益人得到「結匯證明書」價格之貼水，自可略有改善。

(四) 米、麥、麵粉、棉花、肥料等主要進口貨已因有美援關係，不必需用外匯而可以輸入，故主要民食原料已有相當之把握，不必向市場爭取外匯。

所以我們覺得此次之改制，可以說是在現狀

下頗屬可行之辦法，在變動匯率受了非經濟因素的影響不能徹底執行的局面下，這種改制，還不失爲一種出路。

自然，我們並不是說這項新辦法就會把我國進出口問題與外匯問題統統解決了。並且此項辦法之能以推進出口，仍然是有代價的，就是可能影響進出口貨價。因爲出口可以推動，出口貨價自然看好；進口方面成本除去牌價以外，還要加上「結匯證明書」的價格，自然加高許多。所以，這項辦法是無形中提高匯價的辦法，自然是對一部物價多少具有刺激性的。其次，將來「結匯證明書」的價格問題，也爲本辦法的癥結所在。如果證明書市價波動太烈，對進出口，都會發生不良反應。中央銀行亦許要應增發「特種結匯證明書」的方式來平抑漲風，輸管會也許可以用增減進口許可證的方式來從事干涉，但要做到如此的完美地步，在人事上及技術上都應力求盡善，力求配合。所以我們希望當局能在這方面多多警惕。

無論如何，在現在經濟環境下，用這種辦法來打開過去貿易凍結的局面，確是一種比較有效比較合理的辦法。金融當局能負起責任，下此決心，是值得我們稱揚的。(六月一日)

(9) 大公報社評：「結匯辦法的改變」

中央銀行總裁俞鴻鈞，宣布自五月卅一日起改變進出口結匯辦法，一般出口外匯，依原來規定照牌價結匯以後，由指定銀行發給結匯證明書，在七天限期內，可以自由轉讓與合法進口商，移充進口應付的外匯。關於貿易以外所得的外匯，由中央銀行簽發特種結匯證明書，也可以轉讓作進出口外匯。換句話說，所謂結匯證明書制度，主要

是實踐「進口審核，匯率開放」這兩點。使出口與國外匯款得以較自然的匯率進行，不再受市價的拘束。至於進口應需的外匯，除了特別規定的以外，雖然是經過審核，政府從此不負供應的義務，讓他們自己向出口商購取。這一措施的主要動機，無疑是從補救市價匯率無法機動，以及一三三號公告行不通而起。

從外匯與貿易陷入僵局的現狀着眼，這辦法是比較合理的。本來受市價匯率壓抑的出口貿易，現在是可以正常進行了，而且可以較低的價格在國外競售。本來沒法回國的國外匯款，現在是可以比較合理的比價在國內支付。又因進出口匯須自己找取的關係，爲了需求進口外匯，不能不從推廣輸出着手，這樣，凍結多年的出口貿易一定可以在新制度下透一口氣；對於一般可以外銷的生產事業也間接受到益處。進口的暴利與出口的損失，今後是可以比較持平。

依照新制度，出口商可以獲得較多的法幣，所以出口貨物第一要漲價，同時因爲進口貿易政府不再供應外匯，所以進口貨物的價格也一定跟着漲。照這樣說，在不同的工商業就會發生不同的利害關係。出口上面應該注意的，是在出口的過份推進以後，可能影響到出口貨在國外市價的慘跌，或甚至造成了國外市場上的供過於求。對一般生產事業來說，如果它的原料是仰給國外而成品可以外銷的，則他們自己可以找得了外匯上的連鎖關係，比過去是改善了。至於原料需要進口，而產品的市場不在國外，在新制度下，他們的成本一定會大大增高，甚至可以影響到生存。最顯而易見的，如捲菸工業就是一個例。又如一般文化出版事業，譬如出版商與我們報館，國內

沒有白報紙，而依照市場價格，紙價比戰前高漲在二百餘萬倍。一般文化事業，有社會文化教育種種意義，決不能隨便漲價，而事業又不能不維持，這困難一定會加大。

這樣，又想到了限額與貿易審核上的問題。過去的限制，一般說是不夠用，以我國長期入超的情形來看，將來以出口外匯來供應進口一定也難得平衡。今後若是限額分配不能適當，必需原料又不能合法進口，其勢必造成進口貨價的激漲，這結果一面是黑匯猖獗，另一面是走私進口的猖獗。在這種情形下，對依靠進口原料維持的事業威脅一定很大。文化與出版事業自然是更難維持。

結匯新制度，允許結匯證明書可以自由轉讓以後，市價匯率本身重要性已不存在，甚至可以降到過去官價的地位。結匯證明書的買賣價格固然與黑市較為接近，但黑市匯價仍然存在。這因為新制度究竟與自由外匯的制度不同，結匯證明書的買賣有效期限不過是七天，而進口結匯還是要經過審核許可。如何能使黑市外匯不再影響一般貿易與物價，那還要看今後的貿易外匯政策執行上技術的是否合理而定。

最後，大家一定承認新制度是一個進步，却也不能否認這還不是一個根本的辦法。要達到貿易生產物價合理發展的境界，還應該從安定通貨着手，從平衡財政收支着手。（六月一日）

（10）時事新報：「評新頒結匯辦法及其利弊」結匯證明書使用辦法，業於昨日公佈。此辦法實行後，今後外匯管理制度與現行制度，有下列幾點差異：

一、以前出口商，將出口外匯，結售指定銀

行後，別無其他補助津貼；今後出口商除結售外匯外，尚可向指定銀行領取普通結匯證明書，在市場上出售。出口商向指定銀行結匯所得代價，和出售結匯證明書所得售價，二者之和，預料與黑市結匯相差不遠，所以今後出口問題，大致可以解決。——自然與出口有關的，如產製、包裝、運輸及資金融通等問題，還須設法克服，然後出口才能順利增多。

二、以前僑匯，經由指定銀行匯回者，只能依照指定銀行牌價給付，此外別無補貼，現在除照指定銀行牌價給付外，尚可領取所謂貼水，其數額與結匯證明書價格相若。二者之和，預料與黑市交易，相差不遠，所以僑匯及其他一切匯入匯款，自無須再逃入黑市的必要了。——自然，辦理僑匯機構的普遍與便利，還得努力，然後僑匯，才能大量增加。

三、以前進口商向指定銀行結購外匯，是依照指定銀行的牌價；現在除交付這筆匯款外，尚須交付等額的結匯證明書，這是須要付出代價向市場買來的，預料兩項支出與向黑市買入外匯，相差無幾。進口成本，自然隨之加重。

根據這辦法，中央銀行供給進口外匯和買進出口外匯，都是依照指定銀行的基準匯價，這是和過去沒有甚麼分別的。所不同的，是進口商須將其前此可能獲致的若干利潤，補貼出口商的損失。同時，中央銀行買進僑匯和其他匯入匯款，大致是依黑市匯價給付罷了。

這辦法實施後，經由指定銀行的僑匯和出口外匯，都可隨之增加，同時進口成本加重，市場對洋貨的需要減少，進口外匯，自然也略可減少壓力，所以今後國際收支的情況，當可稍為改善。

善。

惟此辦法實施後，下述數點亦值得考慮：

（一）新辦法第八條規定：指定銀行得接收在國內之外國貨幣，不知其用意何在？若謂可接收外幣存款，則與財政部禁止銀行接收外幣存款之命令抵觸。若謂可收兌外幣，則不知其價格如何計算，若係照指定銀行基準匯價，給予法幣外，尚給予與結匯證明書等價之貼水，則與按黑市收兌外幣無殊，此又與政府禁止黑市外幣交易之原意抵觸。

（二）新辦法實施後，外匯黑市依然存在，且黑市外匯將成為結匯證明書價格決定之依據，結匯證明書，與指定銀行基準匯價二者之和，必與黑市接近，否則，全部辦法之作用，將完全喪失，故一方面嚴厲取締外匯黑市，一方面又承認結匯證明書之市價，於法於理，均顯矛盾。

（三）新辦法實施後，進口商須持有結匯證明書，方可結匯，故現有輸管會之工作，儘可大為縮少或撤銷，其經辦業務，儘可移交海關辦理，簡化手續，自無須繼續維持此龐大機構之必要。

（四）新辦法實施後，出口增加，出口貨產地價格必隨之報漲，進口貨成本加重，故所有進口消費物品及須用進口器材製造之內銷產品，其價格均將提高。若國內物價水準提高，黑市匯價亦將隨之提高，結匯證明書市價，亦必提高，結匯證明書市價提高後，可能影響國內一般物價又隨之上漲，二者互為因果。故如何減輕新辦法對國內物價之影響，尚值得研究。

（五）出口商所持有之結匯證明書有效期限，只有七天，未必即能在此期間內，在市場找到

進口商，若不能出售，則勢非售與指定銀行不可。進口商非持有結匯證明書，不能結購外匯，若無法取得結匯證明書，則勢非向指定銀行購買不可，故指定銀行，極有居間操縱之可能，如中央銀行對指定銀行結匯證明書之買賣差價，不嚴格規定，流弊必多。又結匯證明書價格，係隨黑市匯價波動，否則即本辦法之作用，將全喪失，故當預期黑市匯價有波動時，指定銀行必減少或拒售結匯證明書，以圖匯價暴漲之利，如何免除此居間之弊，原辦法第十九條及二十五條，雖略有規定，但尚嫌不足，似須另行設法補救。

(11) 金融日報社評：「再論新外匯辦法」

查新外匯辦法所採結匯證明書制度，有點似乎倣效香港通天證有交換價值的辦法，但香港行這個辦法，確實做到香港的工商繁榮，我們這個辦法，要如何才能做到工商繁榮，須視輸入管制及執行新外匯辦法的技術如何而定，我們願在新辦法執行之初，及輸管會新貿易辦法公佈之時，略述所見，以供參考！

近來京滬平津，都在反對美國扶助日本，日本是個野心難馴的國家，美國的被欺騙，我們應當大聲疾呼，但這個問題的另一面，是要美國不扶助日本，而幫我們的忙，第二是要我們的工商發達，迎頭趕上，別人才好幫忙，才扶得起，若是我們的金融經濟政策，只是打小算盤，極其繁複變幻，把真正工商業弄得頭昏眼花，徒使消息靈通者上下其手，投機發財，外國人的眼睛還是雪亮的，也就會表示愛莫能助了。所以，我們須

要談到新外匯辦法，要如何執行，才能扶助工商，輸入要如何管制，才有助於工商的問題。

○新辦法對於出口業的有利，是顯而易見，但對於進口業也須得加以兼顧，現在美援物資開始來華，進口業已感受威脅，今又公佈新外匯辦法，以增加其成本，若再沒有兼顧之道，不說進口商受不了，即友邦亦感覺我們阻滯輸入是太自私而將加以反對，關於兼顧的辦法，除採行一些類似過去獎助出口的辦法外，不外把輸入限額放寬，讓牠去求諸自備外匯的結匯證明書，如此，政府既未耗費外匯，商人亦得兼顧；至於當局所顧慮的放寬後外匯需求太大，影響黑市，這在五月三十一日各報所載負責人談話中第八項答覆(乙)段所述結匯證明書或外匯黑市的售價，若是太高，以致進口不利，則售價必將回跌至進口有利為止，這就够解釋那種顧慮了。

負責人問答談話中，第二項答覆，「現在出口所得的外匯，是不够進口之用的，政府若是完全不供給外匯，必致匯價更漲」一節，照此看來：第一、政府無意在新辦法中獲取民間外匯。第二、還須供給相當外匯，如果真正如此，限額更應放寬，何況前面所提怕匯價更漲的顧慮，即使政府不大供給，已由其第八項答復中予以解釋無遺了。

輸出興盛，固可繁榮國民經濟，輸入興盛，是否有違保護國內工業的宗旨？這得看輸入管理如何而定，假定輸入的種類，都是為直接間接有助於生產而輸入，則國內工業，反得其營養而滋長，同時，社會風氣，假定能逐漸轉變為樸實節儉，則即使緝私不力，那禁止輸入的商品，就使偷運進來，也莫多大銷路，也就不禁自絕。

過去的政策，是較利於進口而扼殺出口，現在的辦法，是較利於出口，但凡事不可過偏，矯枉不宜過正，我們應向當局在輸管新辦法方面，呼籲兼顧進口業的興盛！

○關於新結匯辦法的執行技術，在五月三十一日所公布的使用辦法(全文共計三十一項)，已詳盡無遺，我們除呼籲增進行政效率，便利商人，以及少變幻外；還有一項基準的問題，在第三十一項中未能明確規定，我們須特別指出：在辦法第一項標明「外匯匯價仍繼續由中央銀行外匯平衡基金會決定之」，又問答談話中第三項答覆(甲)段，亦稱「本辦法的實行，并非即謂以後平準基金會的匯價，不再作調整」。足見基準價還是要繼續調整，如果辦法第一項是具文，直至另一辦法或改革幣制以前，都不調整，則又不像是新辦法的精神，因為新辦法是去年八月十八日外匯辦法的改善辦法，其最終目的，在使基準價與黑市價兩相接近，為使調整基準價不影響黑市，才想出這個補充辦法。

如果真要調整，則技術上又有困難，例如出口商甲以結匯證明書讓與進口商乙，轉讓的時候，基準價為四十七萬四千元，結匯證明書的價格，每美元是六十萬元，則進口商等於按每美元一〇七萬四千元結購，因為手續的麻煩，進口商要在七天限期的某一天才能辦妥手續去結匯，而是日的基準價，若被調整為每美元八十萬元，則實際上每美元共計付一百四十萬元，假定黑市亦隨基準價而上漲，則進口商乙所受的損失，只是買結匯證明書那一部份法幣遭了貶值，但新辦法執行後，調整基準價是與黑市不相關聯的，即黑市不會比例而減，這就會使進口商乙，結匯每一美

元，都損失法幣三十餘萬元。要避免這個損失，除非當天買進結匯證明書，就去結匯。但這樣煩難的手續，在事實上難以辦到，這個例不一定是進口商才遭遇損失，出口商亦有同樣風險，假如出口商得了結匯證明書未即售出，而於限期內某一天售出時遇着調整基準價，也要遭遇同樣的損失。

所以基準價不調整則已，如要調整，則進出口商方面，持有結匯證明書的，都要相負損失，故我們主張不調整則已，如要調整，至少必須半月以前，預為公佈，只是屆期執行，這種預為公佈的優點有：①進出口商避免相負風險，②先期公佈，足以表示目的在減低結匯證明書的價格，使基準價逐漸接近實際，并無其他意義，事前對人民有了這種財政上的教育，可免若干刺激，同時投機者及消息靈通人士，也無從作祟。

事實上，當局對於基準價，須要繼續調整的原因，除上面所述的理由外：尚有中央銀行在季節上或國際收支逆差上，為平衡結匯證明書的供求，須發行特種結匯證明書，此項特種證明書，仍與出口商所得的結匯證明書一樣要索取代價的，假如不把基準價繼續調整，則中央銀行額外的需求，比明收的代價還要多，那是極不合理，而且，新辦法的目的，是要簡化，是要把結匯證明書的價格，逐漸縮到最小限度，以基準價為主，以結匯證明書為輔，若是永不調整，那就是專教

人去額外需索了！既是事實上非調整不可，而調整又足使進出口商之持有結匯證明書者遭受損失，所以提出上述先期公佈的辦法，假如對於這個先期公佈辦法有所顧慮，則用找補辦法亦可，即指定銀行對於結匯外匯的人，找補結購時基準價與發出結匯證明書時基準價之差額，如果基準價無變動，就不找補，如此，則結匯證明書價格，可以趨於穩定，而持有人也不會遭遇調整基準價的損失，同時，在中央銀行方面，結進之價與結出之價相等，也不因找補而損失公帑。

此外，新補充辦法對於留學生結匯，及外幣券債到期還本付息，未曾明確提及，我們深知國家財政狀況，確是艱難，但如有了知識青年和人民的擁護，一切困難，仍容易克服，尤其有了財政信用，對於解決財政困難的幫助，尤其重大，所以關於前者，應當如何保障留學生的不失學，不輟學，是須要呼籲當局特別考慮的！關於後者，與政府財政信用有關，自黃金政策失信於民以後，幾年來，當局不斷努力維持債信，以收拾人心，在補充辦法中，是否對於外幣券債本息，除照基準價結匯外，仍給以結匯證明書，以補償其被剋扣的損失，或另訂其他合理辦法，而維持正圖恢復的債信，尚須有關當局明白解釋，早為公佈，以免重蹈統一公債不明不白的覆轍，使黑市漲跌無常，徒然利了些投機份子，害了些真正信賴政府的人民！

關於外幣券債發行之初，政府曾鼓勵人民保存幣值，并揭發「助了國家利了自己」的煌煌標語，且有些債券，尚明白規定「本息均以外幣支付，或應持票人聲請，按每次到期日中央銀行外匯掛牌市價支付」，若不予以合理辦法或是給以結匯證明書，則這一折扣打下來，甚於黃金的捐獻四成，其失却債信，失却人心的後果，不可不慎重考慮，況且，外幣券債的持有人，不一定是國民，外人亦有購買的，中外觀瞻所繫，難道正在新行憲內閣成立的時候，就給中外人士，留下不好印象嗎？去年八月三十日張內閣政務會議，議決外幣券債照機動的市價還本，樹立債信，我們想新行憲內閣的第一砲，絕不是喪失債信，一定有很好的辦法，以新天下耳目的。但我們之所以提出這個呼籲，是望政府早為公佈，以免又鬧成統一公債讓投機者得好處，好人吃虧。

此次新辦法，不特比去年八月的辦法進步很多，而且兼有進出口連鎖制與自由外匯之長，假如再能將上述①對於進口業加以扶助。②改善調整基準價技術，避免影響結匯證明書持有人的利益。③早日公佈外幣債券的處理辦法，以鞏固債信，避免投機者捉弄」等三個應當解決的民生問題，予以補充詳盡，則新外匯辦法，在現在局面下，真箇是再沒有比此更完善的了！（六月二日）

三 新結匯辦法公布後貿易界的看法

新結匯辦法公布後半月，大公報曾舉行座談會，邀請貿易界負責人發表意見，對實際方面，作一有效的檢討，茲摘其要略如次。（見六月二十一日大公報）

(1) 古耕虞（四川畜牧公司）：結匯證明書的辦法，在原理上並不比機動性政策更好，僅使政府不負供給外匯的責任。外匯的來源是偽匯與出口外匯，這個辦法對於偽匯仍舊無效，結匯證明書與央行牌價的總和僅及黑市的五折到七折，只要相差百分之一，偽匯就不會回來。至於出口方面，不能說絕無好處，本月份及七月份是出口旺月，擔保可以很好，在新結匯辦法實行前，出口外匯只有四十七萬四千元，現在多了一百多萬的結匯證明書價格，沒有出口的存貨都可出口，這是一個很好的刺激，但能夠刺激多久，不得而知，有人顧慮到國外貨價會下跌，以豬鬃來說，新辦法實施後的第一週是在停頓狀態，但在最近幾天國外市價非但不跌，反而上漲起來，重慶鬃由二元六角美金一磅漲到三元，漢口鬃由三元七角一磅美金漲到四元一角，這是因為供求關係所造成。

這個辦法有三個缺點：○央行牌價若將來仍要調整，則持有結匯證明書的出口商將吃虧。○政策運用上的不配合，如本月份出口可達二千萬美元，而頒發的輸入許可證聞只有八百萬美元，因此造成出口結匯過剩的現象。○出口匯價與黑市相差折扣較大，即可造成走私。要改善這三個缺點，希望政府：○永遠凍結央行牌價，○央

行應調節結匯證明書的多少，當出口多時加以收存，當進口需要多時則加以出售，調節盈虛，以使供求保持平衡。○出口結匯的價格最多不能低於黑市的百分之十，政府必須予以維持，與干預，按照黑市外匯或現洋（內地農村適用）及物價指數同時調整，不能單壓出口外匯，重蹈以前機動匯率的覆轍。

(2) 宋秉倫（大倫華行）：自從當局宣佈結匯證明書辦法以來，各方面對這一措施大部份的反應都很好，這有幾個原因：第一、因為機動外匯政策停擺而不機動，出口貿易幾乎全部陷於停頓，一般人心苦悶極了，這時忽然宣佈這一辦法，總比過去要好得多了。第二、社會上一般關心國際貿易人士鑒於外匯之日見枯竭，兩年來不斷呼籲施行進出口聯鎖制，以便打開貿易的僵局，現在這一新辦法內已相當採用了聯鎖制的精神，至少這一部份人是相當擁護的，第三、當局宣佈這一辦法時，同時還宣佈將一三一號通函所定結匯辦法完全取消，這一件事也是大受歡迎的原因。

兩星期來，根據許多進出口同業體驗與研討的結果，發現兩個很重要的事實問題，即是輸入許可證如果不能與外匯證明書相配合的發出，而同時證明書的價格任其自然消長，而不加以調節收放的話，那麼結匯證明書辦法殊有失敗的危險。譬如說：出口商結得證明書一張，想賣給進口商，如果輸管會的許可證七天內不發下，這就成問題。反之，如果進口許可證同時大量的發出來，而證明書供不應求，則進口商又有無處可買之苦。因此我們主張輸管會發給進口許可證必需要與結匯證明書密切的配合着，並且中央銀行與輸

管會間還必需有一統籌兼顧合作無間的辦法纔行，這是第一點。其次再說到結匯證明書價格一點，前面已經說過，結匯證明書不能與許可證配合，同時出口商必需於七天內賣出，想像得到的結果，便是結匯證明書的跌價，如果跌得太慘，與黑市距離太遠，那還不是又走上了機動外匯政策而不機動的覆轍？反之，如果許可證大批發出，而證明書不敷分配，那麼證明書身價陡增，大家搶購，請問在這種成本之下所進口的機器器材和原料，工廠如何能負擔得起？甚至根本就買不到，這是第二點，因此我主張要解除這一個因供求不調和而產生的困難，必需要有一個機構，作一種吞吐調節的工作，證明書一時需要不多，而價格有傾跌的時候，這一機構必需負起責任把它吸收下來，不使出口商在七天內賣不出而吃虧，也不使證明書因一時無人要而跌價。最後還有一點要說明的，就是所以要放出和吸收的目的，乃在維持市價的不平衡，在價格上的比較至少應該跟黑市差不多，如果放出和吸收時不顧到這一原則，那麼還有失敗之虞。

(3) 陳陶心（上海工商輔導處）：我認為要使某一件事辦得成功，一定要守着不可移動的原則，欲使我國經濟穩定，必須把掘外匯和爭取外匯，外匯為法幣的基金，外匯充裕，法幣自可穩定，自金鈔禁止買賣以後，黑市價格在一年間漲起數百倍，現在黑市價格，人人皆知，幾為公開的祕密。就是新結匯證明書的辦法，亦已經認黑市價格之存在了。我認為政府於得到美援以後，應該准許金鈔的自由買賣，中央銀行不必掛牌，以後偽匯及輸出入等外匯率均可依照市場價格結算，其利點如次：

一、結匯證明書的辦法，因供求關係，甚難調整，出口事業有復趨停滯之虞，金鈔自由買賣以後，結匯證明書可以取消，以簡馭繁，手續至便，輸出必可繁榮。

二、僑匯既按當日市價計算，可不至流入黑市。

三、金鈔既可自由買賣，人民對法幣之信心，反可加強，證之已往事實，深信金鈔開放之後其價格可以低降。

以上所述，為根本解決的辦法，至於輸入則必須嚴厲限制，其辦法如次：

一、國內可以自製，或可用代替品者，可不進口。

二、一切製成品及奢侈品原料不必入口。

三、國內可以自製之原料或成品，但因缺乏機件無法生產者，應准予輸入機件，限期出品。

倘大家均能埋頭苦幹，有計畫的增產，並限制輸入，同時對輸出事業，用合理方法加以獎勵，我深信在短時期內，政府必可獲取多量外匯作為法幣之準備，則法幣價值必不至於慘跌了。

(4) 安子介（和安企業公司）：

這辦法當然還是頭痛醫頭的一種。行得好確可比機動匯率更機動一點，行得不好等於再調整一次匯率，至於好不好，那要看中央銀行把握得好不好。若說國行對於匯證價格絕對不加干涉，完全聽由市場供求情形自由決定，那是不可能的，理由在下面：

○各指定銀行照辦法對於結匯證，既無法拋售，亦不可能預買或多進，一則數目有限額，他則日期有時限，而區區美金五千元的額子，各指定銀行每天只够五十至一百的應付自己進口客戶需

要結購的差額。所以每次船期過後，一時有大幫結匯證，如果進口商不立即購買，誰買？

○進口商在沒有取到進口許可證前不敢預買結匯證，取到結匯證後，亦不一定就要買結匯證，因為進口許可證的有效期限大抵是三個月至六個月，故事實等一個月沒有問題。在目前法幣週轉困難的時候，如果後面沒有一個大老闆，結匯證隨時會供求失調。

○銀根緊時，進口商必缺少頭寸結匯，出口商對結匯證因有七天期限，又必急於出售，這樣結匯證一時可供多於求，而證價亦可隨之劇降。另有一層，因為限於頭寸，進口商亦有可能先幾日購證後幾日結匯（倒過來是不可能的），那末他購結匯證必揀剛發行的即日期比較長的，對方面出口商此時又必想看看市面，在目前情況下總必多等一二三日，到後來又恐沒有人請教，急於立刻脫手，所以無人隨時收購結匯證價格大致不會怎樣好起來，不會配合國內物價。這樣和政府原旨不符。

○觀望的進口許可證一旦大批出來找配偶，那時如果碰到出口淡月，例如每年八九月，那末證價又可能大漲，此時需要有人能大量供應，和上面所說儘量吸進一樣。

由上面所說，國外一定要參加結匯證買賣。談到掛牌匯率，出口商已有人要求凍結，這倒事實上有此必要，如果不凍結，證價必在匯價調整加高時大跌，這最好要用宣佈方式，以安人心。

就出口來講，因為結匯證，無一定價錢，雖然漲面多，下跌亦很可能，過期無效，人心當然很虛，現在出口商完全以自己資本來幹的事業，

這是本辦法所帶來變化中相當重要的一點，而為以前貿易政策中沒有的。

如果國行不願太干涉這個使進出口自求平衡的證價，同時亦不願意恢復全數打包貸款，只有把結匯證期限放寬到一個月，同時斟酌結匯證和進口許可證配合情形，隨時公布最低價，這樣進出口商雙方都不會有過分的恐慌，同時亦能使用口商用訂約拋售結匯證的方式來籌畫他的資金，使資金本已枯竭的出口界多一些新血液。

(5) 張耀章（進出口同業公會）：當俞總裁宣佈結匯新辦法後，我會表贊成，並且說，不必掉恐物價的上漲，在國際聚餐會上，我又說：○機動外匯失敗的關鍵在壓低匯率，低匯率政策的基本觀念不改變，必定失敗。○出口有季節性，不能用消極的方式以發許可證的多少來調節結匯證的供求，而要央行以直接買賣的方式來積極的調節，公會方面也會提出兩個要求：○不使出口匯價與黑市相差太大，○證價要穩，不暴漲暴落，以免風險。

最近有人責備輸管會不發輸入許可證，這是手續繁複所致，是可以原諒的，但前天當結匯證書六十多萬元，央行大批拋出，把價格壓低，事實上當時此價並不高，這種低匯價政策實足以增加出口困難與糟塌外匯。目前指定銀行無一能大量買進或賣出，這必須央行支持指定銀行代理央行擔負調節供求的責任，結匯證價格也應由供求來決定，不能以舊的觀念來壓低收購，而應加以扶導與調節。

新辦法實行後，對於出口的一切協助為何立即停止？現行新辦法對於出口的功効還不知道，而金融方面的協助即關起門來，這太不公道，出

口方面的貸款停止後，使鄉區的農產品不能到上海來，政府千萬不能抽緊出口商的血。

至於出口外匯是否保證悉數作為輸入之用，此事實無法肯定答覆，在精神上可以說是的，在事實上就難說，當局要進出口公會預計下月份的出口外匯，而指定銀行的外匯結單却很難看到，祕而不宣，故政府必須將出口外匯數字與輸入外匯數字同時公布，使大家相信出口外匯是為輸入之用，公布以後對國計民生有益，並有正面的獎勵作用。

新辦法實行後，進出口業並無遠大前程，在現行通貨金融治安等情形下，仍難樂觀。

新辦法實行後，進口很困難，成本加重很多，同時美援來到以後政府是個大進口商。全部進口商一年進口貨物不到美金三億元，今加上美援三億，在同一市場出售，物價固可穩定，但工商界更不得了。

以前我們走到了弄堂底，現在發現了一條支路，但這條支路是否是盲腸，那可不得而知了。

(6)陳權(上海工商輔導處)：最近結匯新辦法頒佈後，比過去要較為合理。但我們對於任何辦法必須要有兩點基本認識：①不要把這個辦法當作太萬能，因此將其他的方法都停止。②證明書的目的是推進輸出，吸收僑匯，並非抑平物價，所以不能因為證明書市價上漲，恐怕刺激物價，就把它抑下來。

新辦法的目的除推動出口外，還想吸收僑匯，不過我很懷疑它的效果。現在政府政策是以出口外匯供進口之用，但政府不能使雙方平衡就滿意，還應該有些盈餘，否則如求過於供時，中央銀行拿什麼去拋？所以特別需要爭取僑匯。本人

現對吸收僑匯，提出些意見：目前僑匯大都給民信局包辦，用現在的辦法不能吸收，需要另外補充辦法，對僑匯結匯證明書規定一較長時間，匯款人可與銀行約定，使僑眷接到後可選擇有利的時間去兌取。②為鼓勵華僑回國投資，僑民可與國家銀行訂契約，其匯率予以特別考慮。例如：某華僑投資二千萬美金，中央銀行可將它當作特案辦理，折合比率也許比黑市還高，等於政府鼓勵生產事業的一種津貼，這樣亦許可以補救結匯證明書吸收僑匯的不足。

(7)孫曉村(興華製茶公司)：

政府對貿易與外匯應有一原則，上策是開源節流，中策是民有民用，但現在政府對如何開源不問，一切扶植出口的金融政策不管，進口方面許可證却操在政府手中，結匯證明書則暗中地出收進，這些舉動，使人懷疑政府是否還想從出口外匯中打些主意，既不管開源，只知節人民之流，而不節政府之流，這是下策。

對於進口方面，剛在很多重要問題已談過，我可以補充二點：①政府應對進口管制放鬆些，反正進口外匯要商人自己去找，例如工廠請求輸入器材是正當的，如果硬是隨便核減，打個一折八扣，教他怎麼辦呢？②政府勿以為今後進口外匯可以完全不管，因為出口外匯能否供進口之用，還是問題。

出口方面：培養本源還是重要的，不要以為外匯問題解決後就是康莊大道，進口是簡單的，出口却不易，我們的出口品都是農產品，人家可以替代或減省，品質也不够標準，要到國際市場競爭實在不是容易的事，政府對生產貸款，打包貸款等應當儘量幫忙，例如這次茶貸，政府只定

八百億元，我們要求增加一倍，結果四聯總處只加了二百億元，種種條件，期間，到息的限制亦很苛刻。出口貨等於是架不遠征條件的飛機，必須沿途停泊加油，纔能到達終點，出口貨向國外推銷，政府也要下些本錢，別的國家在海外設領事館是為了協助商務，但我們中國設了這許多駐外使領館，却從來不對出口商幫忙，這也是奇怪的現象。

最後，政府有一觀念要糾正，即外匯既要拿，法幣又扣緊，總是怕出口商太賺錢，這樣如何能鼓勵出口，政府既然拿到外匯，至少要讓出口商保持物資原值，像結匯證明書的辦法是不够漂亮的。

(8)華洪濤(建新貿易公司)：新辦法是在複雜困難中求得的，較以前死而硬的辦法已有改觀，雖不致絕對擁護，至少心理上有了點安慰，現在大家希望有一個結匯證書的調節機構，調節的標準應該按照黑市，希望也有一個牌價，以央行為背景，由指定銀行買進賣出，近來央行確有賣出，但不肯承認，這是官場惡習，旨在逃避責任，只要方針確定，辦法妥當，儘可承認，才有政治家風度，人民生活隨着黑市上下，為何出口匯價要用人力壓下呢？

個人主張證價與黑價的兩種價格應使之合而為一，以使人心更趨安定，我們需要一個公開的價格，不要叫人摸索，黑市價格連總統都知道，何必還要隱瞞？結匯證價至少應與黑價相隨，以求取其安定。

(9)王樹良(中華碾銅廠)：兄弟是辦工業的，對於外匯問題本是外行，不過現在辦工業不比從前，只須注重生產和效率的增進，進口結匯

這個因素，對於工業製造成本的影響太大了，在勢不能不有所關心。今就個人觀感所及，分制度與技術兩方面來談這個問題，請各位指教。

就制度而論，我覺得結匯證明書還不是一個澈底的辦法。本來匯價是一國的經濟基礎，它可以反映出國的幣值。爲了政策上的運用起見，人工匯價不一定和自然匯價相合，可以比自然匯價低，那就是政策上希望提高幣值，抑低物價，照理這是挺好的，不過先決條件是政府要有相當力量和外匯頭寸做後盾，不然的話，掛低的外匯很容易消耗得乾乾淨淨，很可能大部份爲有勢者所據奪。反過來說，人工匯價若步步高趨，那就是政策上在抑低幣值，人民自然要受到物價高漲的痛苦。現在的結匯證明書制度，本質上是一個外匯偏高的辦法，最後還是使人工匯價與自然匯價接近，不過它諱言接近，所以是一個不澈底的辦法。其實人工匯價和自然匯價還是要接近的，何不索性就開放了外匯的好，但是外匯雖然開放，進出口却仍要管理，進要節約經濟，出要獎勵輔導，這點我和陳陶心先生的意見相同。站在工業的立場上，希望政府對生產器材和原料的進口予以寬放，因爲這種進口是生產性的，非消耗性的。以前因爲官匯頭寸短絀的緣故，一部機器的進口往往只批准一部份，失却整部機器的功用，簡直使生產者啼笑皆非。

其次談到技術上的困難問題，我因爲親歷其境買過結匯證明書，已經深深領略過它的苦味了。第一沒有集中的市場，找對象很不容易，找到的話，還要軋額子，假使你有一萬元美金的許可證，而對方只有五千元的結匯證明書，期限是不久就要到期的，你就不放心把它買下來，因爲許

可證結匯必須全部一次結清，而你是否能在期限內購進另一五千元的結匯證明書還是問題。再則，進出口貿易各有季節性，再加結匯證明書只有七天限期，其發出額與許可證的發出額供求可能失調，因此結匯證明書的價格容易波動而不易穩定，這也是從事正當企業的人所感覺不安的。

最後我有一點意見，希望政府的政策，直截了當，向着一個目標走去，不要不負責任，在表面上取巧，轉灣抹角，其實還是要朝那個目標走去的。尤其每一次轉灣抹角，多出花樣的時候，往往使一般國民在手續上弄得頭痛，反而造成有勢者據奪的機會。

(10)馬仲達(盈豐華行)：中央銀行二年半來對於外匯管理，確實費過一番心血，結果好了進口，害了出口，逃了僑匯，要一舉而三方面都無弊竇，我覺得只有這一次的新結匯辦法，可以說是多方面顧到的。但話又說回來了。辦法好是一樁事情，做法好又是一樁事情，照目下的做法，恐怕又要蹈機動外匯的覆轍，譬如做一件衣裳，要有好的材料，也要有好的裁縫，否則材料雖好，亦是無用的。在六月一二日的時候，結匯證明書只售卅餘萬元，我爲之非常擔心，這幾天雖然好轉了許多，還不够徹底，我以爲要貫徹這一個辦法，非有下列二點辦到不可：

○出口外匯是有時間性的，譬如今日有一條外洋船開出，或許要停一星期，或十天，再有船開出去，而進口證發下來也有時間性的，譬如這幾天第五季限額分配已經有下來了，而前幾天根本就沒有。所以總要有一個調節機構，這一個機構我意思最好是中央銀行起來擔任，就是每天有多吃進，不够貼出。如果進口證多發下來。中央

銀行就照章供給，出口外匯不够，用僑匯來補不足，這個做法可以委託各指定銀行代售代購，每日下午軋帳即可，這樣一來，證明書七天期限是無關緊要了。

○關於證明書的價格，中央銀行所怕者是人言。上次機動外匯失敗，就在不够胆大。要曉得鈔票跌價與外匯掛高，前者是因，後者是果，往往外界不察，因果顛倒，以致中央銀行當局躊躇不前，造成機動外匯之失敗。所以這一次中央銀行想出來的辦法，就是怕負責仔，隨你們商人自己去找證明書價格，好，現在我們就不用中央銀行來負責，我們不妨就指定銀行中推出幾位代表，每天早晨來一次集會，根據前日一的供求情形，及香港的電報，來定出一證明書的價格，作爲當天的遵循，這一個價格當然是愈接近黑市愈好，因爲不是如此做法，決不爲徹底的。

上述兩點如能好好的做到，這個新結匯辦法就有辦法。如當局沒有這種魄力，一切還是白費心機，而遲早要失敗的。

(11)洪念祖(大中華橡膠廠)：○上月卅一日央行宣布結匯證明書辦法，必需國外輸入原料的工業方面，所受影響最大，然而我們認爲這是比較做得通的辦法，爲大衆利益着想，予以擁護。不過此項結匯證明書實施後，是否因此能大量出口，及獲得僑匯，半個月以來，輸出成績如何，在最近結匯證明書貼水之飛漲上看，恐未必能如當初的理想。

○結匯證明書制度，是將呆板的掛牌外匯，在技術上變爲機動性，主要完全要看物資出口與吸收僑匯之有無。在第五季限額分配已在開始，結匯證明書之供求，關係工廠將異常重大，亦可

看得出此項制度於出口及吸收偽匯真實的效率。
 ②在結匯證明書目的，比較可說有開源的理想，不過看到兩年來資金向南不斷的大量逃避，不斷引起了物價軒然大波，華南一帶，隱隱然拿港幣做本位，倘這個大漏洞不予截斷，國內的血總有漏完的一天。無論變更結匯辦法、救濟特捐、徵收財產稅，都不够塞這無底洞。連帶的問題，還有走私，這兩樁沒辦法，只好眼看澳門逍遙海外的，一天多一天，國內的人，已經註定了受罪的命運了。

(12)某指定銀行負責人：(某商業指定銀行外匯部的負責人，因事未出席本報座談會，事後特由記者訪問其意見，以下是談話的內容，其中對一般人關於結匯證明書辦法的疑難，有明晰的解答)。

問：結匯證明書在供求不平衡時，大家都希望中央銀行盡調盈虧虛之責，有無必要？

答：事實上中央銀行已在做這種工作，不過它並非公開的買進賣出，而是委託某幾個指定銀行代辦，在結匯證明書賣不掉時，它可以收進；在許可證放出較多，結匯證明書少時，它亦有拋出；不過中央銀行似乎還無意把它當作正式的外匯平衡工作，所以基本上還是聽任證明書自由買賣，不加左右，事實上每一國家的外匯平衡基金，及其買進賣出數量，都是絕對保守秘密，即使在國家預算中也是不公開的。

問：有人認為中央銀行不應故意抑低證明書的市價，事實究竟怎樣？

答：我個人感覺到中央銀行過去已受够了匯率太低的教訓，現在不至於再採取拿證明書價格故意抑低的手段，至於兩星期來結匯證明書市價

與黑市距離仍遠的原因有下列兩點：①最初幾天因為輸入許可證新的未發出，舊的仍可照牌價結匯，供多於求，所以市價低落，這是配合上的問題。②最近幾天黑市匯率跳得太快，事實上證明書市價要完全跟隨黑市是不可能的。因為黑市外匯的需要太大，如資金逃避，限額以外的機器器材等自備外匯及大量走私等，都要從黑市扒吸，影響黑市的因素既然這樣多，所以在目前客觀環境下，黑市匯率與證明書市價的距離恐怕是永遠不能徹底解決的問題。

問：中央銀行是否有利用證明書辦法撈進點外匯的企圖？

答：我不能代表它答覆這句話，不過觀察起來，目前進出口外匯的需要遠較出口為多，如果政府再要分取進出口外匯，則證明書市價勢必猛漲，這種後果中央銀行是不願看見的，況且，大量撈購的舉動，究竟不能永久保持秘密的，到後來大家終於要知道的。

問：最近結匯證明書的買賣有無困難？是否需要設一集中的市場？

答：現在結匯證明書的買賣進行得相當圓滑，並無理想中的麻煩和困難，例如出口商如果要出售證明書，可委託他結匯的指定銀行代為售出，那銀行假使沒有另外的進出口商客戶要賣，可打電話詢問其他的指定銀行或外匯經紀人；反之，進出口商如果要購進證明書，亦可委託他結匯的銀行代辦，指定銀行相互間有密切的聯絡，而且在價格方面，可盡一種調節和穩定的作用，不致使客戶吃直接買賣時「漫天喊價，着地還錢」的虧。至於湊數和分單，那是指定銀行的技術問題，沒有什麼重大困難。輸入許可證是配合結匯證明書而發出的，供求不平衡時中央銀行暗中亦相當維持，所以直到

現在，還沒有發生嚴重的買不進或賣不出現象。
 問：結匯證明書的價格如何決定？是否受物價及黑匯影響？它本身對於物價的影響如何？

答：結匯證明書的市價主要還是指定銀行做出來的，普通總是受顧客委託，先找對象，由對方喊價，然後講價成交，決定價格的主要因素，是供求關係，物價的高漲對證明書價格當然亦有影響，假如物價上漲，出口不合算，證明書數量減少，供不應求，市價就會上升；反之，如果證明書價格漲得太高，進口貨的市價不敷成本，進口商拿到許可證後，觀望不願結匯，證明書需要減少，價格就會降落。

證明書市價對出口貨的國內外價格影響比較輕微，這兩星期來，出口貨的國外價格並未下跌，國內市價的上漲也在一般物價之下，因為它的昇降是自然的，同時它的計算方法也比較複雜，不會直覺地立即影響到一般人的心理，所以它沒有過去外匯牌價調整那樣的刺激，對一般物價的影響也是間接的，這是它的優點。

問：目前證明書的市價波動得相當厲害，往往一天中暴漲暴跌，這對於進出口商計算成本非常不利，是否有辦法使其稍趨穩定？

答：恐怕不大可能，任何國家的自然外匯水準都是時刻變動的，拿我國戰前的外匯率來講，就波動得很厲害，在目前整個經濟環境不穩定情況下，各種物價都漲跌靡定，金融性的外匯市價波動是更難避免的。

問：照先生的意思，結匯證明書辦法實施的結果是否成功？

答：在目前環境下，任何方法不會徹底，不會萬能的，結匯證明書辦法實施後，當然也有缺點和錯誤，指定銀行對中央銀行亦曾提出許多建議，這些意見大部都被採納，現在證明書的交易進行得還算順利，它對於推動出口確是比過去的外匯掛價進步，不過要靠它來吸收偽匯是很困難的。

上海工業現狀與出路

上海工業在質量上可以代表整個中國的工業，所以「上海工業現狀與出路」一題，也可以說是整個中國工業的命運及其前途，是我國經濟的核心。勝利後三年來，因國內戰亂不止，上海工業也感到不安，六月份生活指數發表後，較上月增加一倍多，一般工業更不勝負担，同時美國扶助日本工業復興，使我們感到不安。關於這個問題，大公報於七月一日舉行座談會，邀請實際負責工業界的人發表意見，茲摘錄如次。（見七月五日大公報）

(一)陳陶心(上海工商輔導處)：上海工業要占到中國工業百分之五十至七十的比重，所以上海工業大致上可代表中國的工業，上海工業的情形可分幾個時期來說：第一階段是勝利以前，在早期中國關稅不能自主，國內工業很難發展，即使大規模的工廠，亦不能與外貨競爭。後來關稅可以自主，工廠纔漸漸開出來。第二階段是抗戰爆發，上海淪陷，許多大工廠都被敵人破壞，佔領或強迫合作等，當時大部工廠停工，舶來品亦不能進口，因此很多過去靠外國貨，後來都自己來做，如燒碱鹽酸硫酸等都漸漸自己生產，例如上海天工化工厂用接觸法製硫酸，每天產量二噸，品質很好，設備都是自己做的，小型造紙廠在這時候也很發展，造紙機都是自己製。從這地方看，沒有外國機器原料進口，我們工業也能維持。第三階段是勝利以後，外貨滾滾而來，除搪瓷器、三輪車胎、橡膠鞋等幾種沒有進來外，其他

什麼都來了，造紙廠的存紙堆積如山賣不出去，電化工業也垮了，製藥工業可以自製的消治龍等消炎片也紛紛停製，十多億美金的外匯，都這樣浪費了，工業基礎也受摧殘，今天中國經濟所以如此糟，就是那時做壞的。

後來總算實施輸入管理，但主持的人對工業情形不大明瞭，所以它並不能完全達到保護工業的目的，有許多東西不應該來的仍讓它輸入，應該進口的生產器材却不准輸入；但經過逐漸的改善，到底收到些效果，政府沒有外匯，外貨來得少，各種工業漸漸復興起來，據我觀察，現在上海工業的處境還不算頂壞，當然戰爭下去，工業品銷售的地區小，銷路少，許多廠都要受到影響，因此停工減工等，但還並不是致命傷，兄弟現在報告些各工業的概況：

一、棉紡織業 中國現有四百五十多萬紗錠，每年需棉一千萬担，戰前中國棉花够用，現在因戰亂關係，棉花相當缺乏，因此紗廠的原料發生問題。

二、電機工業 中國工廠現在一百匹以下的馬達做得很好，電燈泡也可自製。

三、橡膠工業 勝利後營業較好，後來橡膠進口限額減少，稍形遜色，橡膠的黑市與配價相差很遠，因此有許多小廠開出，目的想領取配額轉賣獲利，所以現已限制新生產設備添置。將來只允許製造汽車胎、三角皮帶的新廠，製造普通膠鞋的限制設立，目前國內的車胎產量還不足需

要一半，如果我們能節省每年一千多萬買車胎的美金外匯設立工廠，以後可以永遠不要買外國車胎。

四、製革工業 上海現有三百多家，但三分之二是小作坊，底皮成績已與外貨媲美，面皮較差，現在進一步做紗廠用皮和皮帶皮，將來工業用皮也不必進口。

五、電鍍工業 過去所用原料都是外國貨，每季申請外匯要九十九萬美金，現在經工商輔導處審核後，儘量改用國貨，只要一萬美金就夠了。

六、造紙工業 全經會正推行一全國造紙增產計畫，快則一年半，慢則三年，可以不必外國報紙輸入。

七、酒精工業 浦東中國酒精廠每月可產三十萬加侖，全滬可產四十萬加侖，此外台糖公司也有大量生產，如果酒精能滲入汽油，代替汽油消耗，則酒精工業可大為發展，目前油荒現象也可解除。

八、機器工業 全上海共有九千多部工作機，全國則不到二萬部與日本差得很遠，但就是這些工作機，還沒有生意，經濟部現正推定製紡織機器計畫，實現後對機器工業是很大的幫助。以上就手頭材料簡單的介紹了些概況，一般的說，上海工業雖有困難，但並非走到絕路，工資大，利率高雖是事實，但物價往往比工資和利率漲得快，如果物價不漲，利率還是這麼高，廠

家就吃不消了，本人對如何推進各種工業，有幾點意見：

一、進口應加強管制。工商輔導處過去對進出口貿易附表(一)(二)品類有一意見書，現正逐步為當局採納實施，例如化學品進口種類修改，有十多種停止進口，很多工業因此得到發展，例如製造松香、漂白粉、明礬、鹽酸、硫酸的廠都增加設備，泡化碱廠開門多年亦已開工，金屬品、藥品、油脂臘等亦在研究修正中，但輸入管理工

作不是長久之計，聽說將來輸入限額要取消，關稅就更要緊，這扇門關係民族工業的生命線，非常重要。

二、各種工業的發展方案。各有關機關須密切聯繫，例如經濟部、輸管會、貼放會都要聯絡配合，過去貸款時有毛病，今後貸款應配合發展工業方案，例如要把甘油從一百噸增產到二百噸，政府就將所需資金借給它，依照發展方案交貼放會去辦，這是積極的建設性的貸款，一般性的貸款是沒有什麼意義的。

三、診察病源。要靠正確的調查統計，政府主管機關應實地到各廠去看，到底毛病在何處？然後對症下藥，將各種藥方配合起來，沒機器的給它機器，缺原料的幫助原料，懇切負責，為國家做事，為民族工業着想，實幹苦幹，不敷衍苟且，工業纔能發展。

四、輸出外銷。爭取外匯亦是工業命脈，如政府有合理的外匯政策，則出口品工業可以發達，把握了外匯，民族工業亦能維持。

(2)姚俊之(新星製藥廠)：談到目前工業問題實在太多。造成現在的情形，我想最大的原因政府沒有一個工業政策。不論從愛護人才，

工業貸款，以及種種設施看來，都可以證明，政府沒有一個很好的工業政策，如果有計畫幹的話，那問題也好解決多了。

我覺得要談工業，需要來個工業革命，尤其要從每個人的心理建設做起。這是每個人的責任，使大家都清楚，人民需要什麼，為什麼我們需要工業。其實工業和我們生活關係太密切了，上海有六百萬人口，估計靠工業生活的就有三百萬，要使社會得到安定，起碼這些人的生活就需要得到解決。由此可見，工業的重要性是非常嚴重的。

要做到工業發達，我想絕不是馬馬虎虎的，除了大家有共同的認識和一致努力之外，還應該有計畫。談到計畫，最重要不過的，就是一切要採重點主義。如果過去貸款是有計畫，有中心的話，那工業的情形，至少也不致壞到現在的程

度。

目前的工業處境，的確一天比一天困難。要挽救這種危機，工業界應該發動一個運動。使財力、人力、物力匯集起來，打開一條出路。使有財富的人不必向國外跑。我們的眼光應放遠大些，不要把小我的利益看得太重。有資本的人向工業界投資，是應該提倡和獎勵的。不論戰火如何，我認為投資在工業上總是對的。現在非從工業革命做起不可，工業界的自力更生，自身團結，都非常重要。

(3)王子建(慶豐紡織廠)：先談現狀，我們把上海放大為蘇浙皖京滬區來看，勝利後兄弟奉經濟部令派來滬接收敵人紡織廠，當時開工情形很壞，原棉缺乏，勝利後美棉湧到，占全部進口貨四分之三，紗費棉賤，紗廠獲利相當豐厚，

紗錠陸續開工，紗廠所獲利潤就作為修復戰時損毀設備之用，故勝利以來，紡織業設備恢復擴充不少，在這區域內紗錠總數已近三百萬枚，不幸有許多同業向國外訂購的十多萬錠子，因安和不易進口關係，移到香港，這點我們對於廠方，只能在道義上加以譴責，但政府積極方面不加引導，消極方面不加防止，也不能不負責任。據我個人觀察：紡織業目前在表面上雖還是工業不景氣中景況較好的，但前途危機亦日益迫近。最近報載同業有減工之議，這決非危言聳聽，做給政府看看，事實上原料確已發生問題，從去年年底到現在，紗廠還是靠外銷紗布交換的外棉維持，去年公會調查各廠平均有三四個月存棉，今年二三月間調查只有兩個月存棉，最近(六月二十四日)調查平均只有二十天存量，而紗管會實施的統購統銷政策，因執行技術不佳，錯過收棉時機，收到的棉花不多，因此只能對中小型紗廠緊急配棉，大廠則發採購證自行採購。現在經各方奔走，美援棉花已可提前運用，到埠外棉亦可陸續提用，但實際只夠用三個月，國棉區域則越縮越小，蘇北、漢口、鄭州、濟南、天津、西安幾個大的集散地不是孤立，就是交通隔絕，下半年國棉的來源亦無把握，問題確很嚴重。

紡織業的第二危機是銷路減縮，現在政府控制區域只有戰前一半，紗布產能力却達戰前七八成，最近紗價雖漲，實銷却少，目前內地布廠停工的很多，將來紗布銷路頗值憂慮。

紡織業的出路，只有向國外市場發展，將過剩紗布向國外推銷，同時換進外棉，以補原料不足，我們要乘日本紡織業立足未定之際，設法爭取南洋和近東市場，日本最近已與東印度訂立三

千九百萬美金的紡織品銷售合同，與印度亦有交換協定，我們不能再遲疑等待。要訂定政策，爭取主動，學山東人賣貨似的揹包去挨戶推銷，再用老方法等人家上門是不行的，希望政府把外銷作為中心工作，採取機動政策，不必過分計較盈虧，這樣紡織業纔能維持渡過難關，紡織等是中國民族工業中最重要最成熟的工業，盼政府好好培養，則將來可以其剩餘力量培養其他工業，以輕工業來培養重工業。

(4) 劉慶一(九昌織造廠)：上海的工業，目前處境的確很困難。大致說來有三個原因：第一是原料缺乏，工業所需原料，有的外國不能進來，有的受政府統制，有的則受地區限制。由於這些因素，造成供求失調，原料發生恐慌。第二是資金缺乏，工業界現在所苦惱的事雖很多，但其中資金不夠週轉，最為痛苦。差不多辦廠的人，每天都在拆頭寸，而且要付出很高的利息。當局停止工資，工廠想得到銀行的低利貸款，是再也沒有希望了。市上游資，雖然很多，但都投機去了，絕不會向工廠投資。辦廠如果沒有錢，怎能叫他再生產，或者擴大生產呢？第三、沒有銷路，現在一般社會購買力極度薄弱，加上交通不便，成本增高，銷路實在狹隘。廠家往往因為沒有銷路，把資金大部凍結在貨物上。

有了這三種因素，廠家們不是減產停工，就是要準備關門了。在這時候，政府應該設法扶植，我希望，政府最要緊的是扶植出口，使自己國內可以出口的物資，儘量出口，調回自己需要的東西。其次是恢復真正的工業貸款。老實說：政府有決心扶植生產事業的話，要打開目前工業的出路，也不是絕對不可能的。問題是政府要在

維護工業的利益前提之下，共同解決困難。絲織業的產品，百分之七十是外銷的，但過去政府收購原料的辦法，很不妥當。如當時繭子，市價一擔是三千萬，政府的定價是二千六百萬，這種殺價的結果，弄到後來收不到繭子，整個繅絲業沒有立足的地位。絲價國外市價比國內低，而政府除成本買進外，還要賺錢，試問絲織業還有什麼出路。從過去種種的事實看來，可知政府要扶植生產事業，最要緊的是要照顧工商業的利益。過去殺雞取蛋的辦法，是千萬要不得的。

(5) 任秉道(五和織造廠)：本人是屬於棉紗複製工業，在目前經濟動盪局勢中，談起現狀就感到沉重與苦悶，拿最近的現象來說，漲價聲中賣出了貨補不進原料，這是吃一記耳光。物價平時貨色賣不出去，要負擔重利息，這是二記耳光，如果再逢到跌價，那是三記耳光，以複製工業而論，目前有幾個病態現象和問題：

第一、我們的生產是無計畫的，在購買力薄弱的時候，可說是「生之者衆，用之者無」，廠商無法預測市場的需要，我們的顧客本來大部靠外埠批發生意，普通都是以電報接洽的，但像六月份因受物價上漲簡直無法做外埠生意，好容易計算了成本，加上利潤打出電報，回電說要買，但結果原料上漲，第二天就要蝕本，在這種情形下，外埠生意簡直不能做，這等於你們大公報，只能登本埠新聞，沒有外埠新聞怎麼行呢？因此我們的營業方針是無計畫的，也不可能有所計畫。

第二、生活指數問題，平心而論，二三天一跌的物價，拿上月生活指數的薪水過下月的生活確是困難，但工廠的成本預算是照上月指數計算的，到貨物賣出後再補足指數就不可能，因此連

合法利潤都貼掉了。

第三、關於南洋市場，大家都寄託希望，但本人會經過輪管會做了幾筆出口生意，每次都要跌價，成績比預料的還小，但日本却着着逼進，據前幾天報載，已與菲島成立有史以來第一次棉織品的大生意。

總之，我們在這不安定的環境中，處處覺得苦悶，出路呢？好像霧中的島，遠近好壞都不得而知，只有盼望陽光早出，驅散霧幕，使我們能認清真正的出路。

(6) 潘星煌(美華肥皂廠)：剛在姚俊之先生說要工業革命，使所有的財富參加工業，但事實却很矛盾，工業界資金非常缺乏，上海這樣鉅大的游資却没有出路，游資逃避到國外固然錯誤，但產生的原因何在？資金像水之下流一樣，總是向安全地帶跑的，要使它走向工業，第一問題就如何使工業成為安全，照現在的工廠現狀，原料缺乏，銷路沒有，非但賺不到錢，還有蝕本和關廠的危險，游資跑進來覺得不安全，要吃虧，所以如果工業沒有安全的環境，就不可能吸收游資。政府應該重視工業，使投資工業者，感到安全和有保障，單是限制及取締是沒有辦法的。

最近肥皂市價漲得很多，但原料比成品漲得更大，例如拿五洲固本皂來說，市價三千多萬，而廠裏賣出的最高價格只有二千萬，收到二千萬貨款後，再買原料，成本已在三千萬元以上，試問教工廠如何生存？不能生存，何人願投資於工業？

目前工業的出路還是要政府重視和幫助，例如外銷問題，資金問題，政府如確以工業為重心，並非無解決辦法，希望政府將重點建立於工

業。幫助真正的工業家，而非幫助冒工業家之名的投機取巧者。

(7) 胡伯翔(家庭工業社)：談到上海工業，我可以說現在正面臨大難，大家走的是恐慌和徬徨的道路。

事實是不容掩飾的，今天大局如一天不穩定，我們的工業也就是得不到安定。物價天天波動，辦工業的人，簡直就無法應付，究竟要多少原料，要付多少利息，成本怎樣計算，就要搞得糊裏糊塗。況且在幣值日落的情勢之下，做生意也不好做了，今天賣出一筆貨色，明天就無法補回，廠價比市價高，本市比外地高，做生意一切無把握，統統沒法預算。

少數人以爲物價漲對工廠有好處，其實不利得很。因爲物價的不斷暴漲，對投機家才有好處，他們可以掀風作浪，混水撈魚。相反物價暴漲，對工業的打擊是原料漲了，開支大了，成本高了，結果因爲銷路有限，而廠裏貨色賣不出去。

我可以爽直和乾脆的說：辦廠的人所需要的是個安定的環境。談到工業的出路，必須是國內戰事要早日得到解決，交通恢復了，人民安定，社會安定了，纔是辦法。目前向外國逃避不是辦法，出路還是全國的，國內畢竟是中國工業的根據地。只要國內求得安定，工業必然就有出路。目前上海的繁榮，是通貨的繁榮，論實質，這是崩潰的象徵。

(8) 陳豐鎬(中華製藥)：目前工業的情形，正好像一個人患了心臟病一樣，表面很胖，精神也好，其實體質孱弱得很，患了這種病，隨時有生命的危險。現在上海的工業，又何嘗不是如此呢？表面上每個廠家都在賺錢，生意也不壞，

那曉得它們天天在鬧着減產、停工，甚至打算關門呢。

現在每個廠家都在高工資、高原料、高捐稅，三高之下透不過氣來。在這種情形之下，成品又非高不可，但高了又賣不出去。上海的產品，要找到真正銷路，老實說要靠外地，要靠廣大的農村，可是現在農村的情形慘極了。他們因受戰爭的浩劫，一貧如洗。現在好銷的地方，不是淪陷，就是接近戰火，或者是運費太貴，在在影響銷路。我認爲這是一個最嚴重的問題，因爲農村的破產，是工業發展很大的障礙，直接間接都影響工業的生產。

有人認爲目前中國不適宜辦生產事業，所以主張向南洋發展，其實這都是頭痛醫頭，腳痛醫腳的辦法，真正要使工業有出路，還是要像胡伯翔先生所說的，首先希望大局得到安定。可以說：現在上海的工業也好，整個中國的工業也好，都是一個病態。目前工業的危機，日益嚴重，農村的破產，更可以看出工業的沒落。我認爲要希望中國工業得到發展，沒有廣大的農村做基礎，是不可能的事。現在上海工業的現狀，就好像患心臟病的人一樣，隨時都有倒下來之危險。

(9) 楊立人(上海區毛紡織工業公會)：本人從事毛紡織工業，這是工業中很小的一種，但今天在座十七位中，却有十一人穿的西服，可見毛紡織業也不算不重要，當然比了棉紡織業，是小巫見大巫，我們只有十五萬紡錠，僅合棉紡錠卅分之一，記得在勝利前夕，上海規模較大的毛紡織廠有十之六七想盡方法向外國定購機器，總以爲勝利之後，可以大大發展，所以抹馬厲兵，

延攬人才，以求擴展，不料勝利不過帶來一夢，辦工業不外乎生產和推銷二工作，生產的要素是原料、資金、技術、勞工，但現在這四項中那一件不天天感到焦頭爛額。至於銷路則區域一天縮小一天，社會購買力愈變愈弱。剛在在幾位先生對工業似乎很積極樂觀，但兄弟則覺得照現在情形簡直沒有前途，什麼建設、發展，都還不是時候，爲什麼現在一般青年激於愛國思想，發出種種言論，而工業界從不肯講一句話：「現在需要和平」呢？司徒大使也說：中國需要和平，需要團結。工業界只有和平纔有出路，沒有和平只有死路絕路。只有團結纔有出路，不團結亦是死路。本人最近因財產稅問題追隨各代表赴京二天，感覺辦工廠的都成了罪人，在南京許多人的眼光看來，你們上海人都是混蛋，一天到晚花天酒地，紙醉金迷，甚至看到上海人就皺眉，但是辦工廠的也是人，原料、勞工、資金、技術想盡種種辦法，進生產，而結果沒一句好話，說你們都是奸商，所以要請政府來獎勵工業，無異癡人說夢話。

要員們罵上海人似乎過份一點，但反省一下，上海一部份人亦的確是自暴自棄，自私自利，不過這都是政治風氣，社會不安的反應，在良好的政治下面，人民就不會有自私和自棄的現象，所以政治不明朗化，一切不會改善，本人希望辦工廠的喊出「我們需要和平」的呼聲，不如此是條死路，單從工業二字着手，根本沒有用。剛在各位提到生活指數，大都以爲跟不上物價，如不加研究，一定要得出工人太吃虧的結論，兄弟却有一點要提起各位注意，就是現在上海工人工資的底薪比戰前要多，例如棉紡織廠、毛

紡織廠，戰前日薪三角的童女工，現在至少要賺九角，一般的底薪要比戰前大二倍至三倍，六月份生活指數七十一萬倍，二倍計就是一四二萬倍，三倍計則達二一〇萬倍，已經超過物價指數了。

(10) 奚正修(全國水泥工業公會)：目前上海的工業，可以說都在貧困交集之中，不論那一業，那一部門，其處境都是一樣。即以本業水泥業而論，戰前和戰後，情形完全不同。現在所感覺到的，就是水泥沒有出路。

水泥工業的衰落，就是整個工業的衰落，沒有了建設事業，也就沒有建築性的工業。抗戰前夕，國內水泥，每年生產能力已達一百三十萬公噸，外貨進口數量減到二萬五千公噸。但誰能料到勝利以後，去年國營和民營水泥產量，加在一起也不過五十萬噸左右。而且國內無法銷售。擁有最大產量的啓新及台灣兩水泥公司都已把產品運到南洋去作外銷。

勝利後水泥產量的銳減，當然和外國水泥蜂湧而來有很大影響，但致命傷還是國內不安定。可以相信，在大局不穩定的情勢之下，到處有的是破壞，還談不上建設，我們很懷疑，在這時候，水泥是有出路。民營事業雖各有偏枯，但國營的七個工廠，現只有台灣一隅，苟且生產。今後的水泥業是好是壞，只有看整個局勢如何而定了。

(11) 許資新(漢陽手帕廠)：本人對工業很悲觀，現在時候根本談不到發展，能維持已不容易，為個人着想，可以說完全不要做，種種風險，實在犯不着，現在做工業的都是惹大，腦中多少有些國家思想，為國家顧些面子，譬如牛，明知吃的是草，擠的是奶，但牛仍願做牛，工業家沒有這思想，就趕快做投機。

工業界目前唯一的辦法，就是絕勿相信無保障的紙幣，一切以物資為單位，先買進原料後賣出成品，除非到將來有一天原料都買不進了，那就只有停頓了。

工商業近來的市場銷路愈變愈狹，以手帕業說，國內除廣州、昆明兩地與外匯有關的地區，其他地方銷路極少，至於廣州、昆明去的貨作什麼用途，明人亦不必細說。內銷既如此衰落，拿外幣成本輸入的原料加工後再外銷，也未必合算，因此整個工業銷路清淡，利潤減低，而風險則加大，現在的工業抵抗力太薄弱，碰不得什麼打擊，一碰就要頭破血流。

今後的趨勢，銀根仍不會鬆。利率還要高，你想六月份一月份內物價平均上漲百分之二百以上，而利息只有二三角，需要頭寸的人當然太多，結果大家借不到，到最後工業萎縮，生產減少，人人吃不飽，工人反對資方，起來罷工，其實資方也過不去。結果是雙方同歸於盡。

以上各種困難講得太多，這一切都是因了戰爭而產生，我絕不贊成人罵米蛀蟲，因為一切東西都在上漲，一切商人都可稱為蛀蟲，但我們如果追根究底的問下去，最大最大的蛀蟲還是打仗，這個道理人人都知道，却人人都不肯講。但是工業家在這時期應當怎麼辦呢？我勸大家還是身體保重，廠中機器修修好，社會上信用建立好，勿刺激勞方，去日已短，來日方長，留得青山在，總有一天好日子會來的。

(12) 經叔平(華明煙草公司)：六月份一般物價瘋狂的漲風中，捲菸一項當然亦不例外，捲菸的主要原料，如菸葉上漲五倍至六倍，捲菸紙上漲四倍至五倍，捲菸本身亦上漲二倍至三倍，從上面幾個簡單數字的比照中，就可以明瞭捲菸售價的上漲，是及不到成本的上漲，其結果，因不能維持成本，產量勢必減少，六月份全市煙廠的產量，已減到十萬箱以內，與去年十二月份

之十七萬八千箱相較之下，不難窺見捲菸業的現狀，亦正與其他各業同樣陷入不景氣的階段了。

在捲菸業聽到的的是各方面不滿的怨言，所看到的是目前不穩定的現狀，以致發生了同業間勞資間的互相磨擦，最後則異口同聲的對政府責難，同時政府對於目前經濟的混亂，却歸罪於商民，度以各自的目的，無非是圖生存，如僅圖各自的生存，而漫無組織，毫無規律，所得到的結果，一定適得其反，目前工業的出路，也就是整個國家的出路，不能只為自己打算，或相互推諉責任。本人就日前風雨飄搖的本業現狀中，提出下列數點：

一、我們要增加產量，必首先求安定，安定然後能發展。

二、政府頒佈的各種命令法規及施行細則，往往朝令夕改，有時更掛一漏萬，隔靴搔癢，使商民手足無措，無所適從，我們要求政府，關於經濟方面，政府祇需決定政策，而其施行細則，應由工商業界擬具提供建議而後行之，以謀切合實際情形。

三、同業公會是各廠實際的領導者，政府應儘量利用，公會方面，更應力求公會組織的嚴密及加強同業間的聯繫。

四、各業目前就本位上亟應辦理的：
1 目前各廠所造成的勞資糾紛，二部份都因為同業間沒有一定可以依據的辦法，此後必須確立勞資雙方互相應遵守的各種章則。

2 在原料短絀情狀之下，對原料方面如無嚴密之組織，難免沒有抬價操縱等情發生，如能設立聯合採購原料的機構，則原料的供應能平衡，價格的大小，便不致被操縱。

3 同業間營業上的競爭，固在所難免，但際此非常時期，應求整個同業的生存，無謂的競爭，徒使雙方均蒙受損失，自趨滅亡，此後應力除同業間無謂的競爭，使穩固整個同業的生存。

參 考 資 料

三十七年短期國庫券上市辦法

- (一) 計算方式、分下列三種甲種今天成交明天交割乙種今天成交後天交割丙種每星期四開做下星期五交割暫先試辦甲乙兩種
- (二) 計算區域、以一天之上午及下午為一計算區域(股票交易照舊辦理)
- (三) 應用場帳、甲種用原有現貨場帳乙種用印有紅色雙圈之場帳(向場務科購取)甲種交易與乙種交易對做用原有現貨場帳在年月日市一項之上用鉛筆寫明「對做」兩字並在成交價格一項內寫明兩個價格例如八〇元一八〇元八〇元藉以表明甲經紀人賣與乙經紀人價為八十元相反表明乙經紀人賣與甲經紀人價為八十元八角
- (四) 成交單位暫定為票面壹億元
- (五) 叫價單位、票面壹百元
- (六) 價格升降單位、暫定為五分
- (七) 漲跌限度、暫定為百分之十
- (八) 經手費、甲乙丙三種計算方式之交易應徵經手費照千分之〇·五計算甲乙兩種對做及內轉帳交易減半徵收
- (九) 佣金、徵收率另行公告規定之
- (十) 交易稅、在試辦期間暫緩征收
- (十一) 本證據金、乙種計算方式之交易徵交易額

現金百分之十丙種加徵代用品百分之十以公債抵充之

本證據金必要時得由本所隨時增加之

(十二) 追加證據金、由損方照損額繳納之

(十三) 現品提交、如賣方不繳證據金准許以現品提交

(十四) 保證金、照本所暫行營業細則第六十七條

原規定數額每一經紀人繳國幣五千萬元其中百分之四十須繳現金其餘百分之六十得以代用品充之

市 場 公 告

第五〇二號 三十七年五月一日

據上海中國國貨股份有限公司本年四月三十日函稱：「敝公司於四月廿八日第十五屆股東常會決議，增加資本國幣壹千零八十億元，連原有資本一百二十億元，合成資本總額一千二百億元，其增資辦法：(甲)每一舊股得認新股九股，其中五股計國幣五十元，由董事會先行執繳，其餘四股計國幣四十元，以現金認繳之；(乙)繳款日期自五月一日起至同月三十日截止，逾期不繳，作為自願放棄權利論，不足之數，由董事會負責募足之；(丙)同時發給三十六年度下期股息，每股國幣一元。」等語前來；該公司開始辦理增資手續，其股票應自本年五月三日(星期一)

後市起暫停交易，所有已做之交易，仍以連權連息交割，特此公告。

第五〇三號 三十七年五月一日

據美亞織綢廠股份有限公司本年四月三十日函報，該公司第六次增資已如數認繳足額，經呈奉 經濟部批准，依照最近部頒補充規定第二種方式，在股票上加註，載明增資事項，仍以原股票上市買賣，請核辦前來；茲核定該公司股份交易，自本年五月三日起，依照上項規定，以原股票為連權買賣，成交單位仍為五萬股，特此公告。

第五〇四號 三十七年五月四日

據華豐糖業股份有限公司本年五月三日函報，該公司樂記戶優先股新股票二張，號碼優新字第五〇〇八二一號及第五〇〇八二二號，計二十萬股；又昌記戶普通新股票五張，號碼普新字第一〇〇四一九〇，一〇〇四一九一、一〇〇四一六七、一〇〇四一六八、一〇〇四一六九號，計五拾萬股，業已遺失，登報公告作廢，特此公告。

第五〇五號 三十七年五月五日

查提高經紀人資本最低限額為國幣五億元一案，業經各經紀人分別依限具報在案。關於增資

方式，茲續奉 財政部財錢已字第一八三二七號批示規定：(一)法人經紀人應劃撥經營證券業務之基金，至少為國幣五億元；(二)個人經紀人資本五億元，一律以現金增足，飭轉知切實遵辦等因；自應遵照。各法人經紀人，其因證券業務資金並不劃分，無法單獨增資者，應遵(一)項辦法辦理，檢具證件報所。個人經紀人對本案增資，未以現金增足者，應即以現金增足，編送增資後之資產負債表，暨行莊收款證件，一併報所備核；其已以現金增足，而未送增資後之資產負債表暨行莊收款證件者，應即補送，特此公告

第五〇六號 三十七年五月七日

據麗安百貨股份有限公司本年五月六日函稱：「敝公司經五月六日股東臨時會決議，增加資本二百八十三億五千萬，連原有資本三十一億五千萬，合成資本總額國幣三百十五億元，每一老股得認新股九股，並定於五月十日起至二十日止，為認繳股款日期。」等語前來；該公司開始辦理增資手續，其股票應自本年五月十日(星期一)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。

第五〇七號 三十七年五月七日

據景綸衫襪紡織廠股份有限公司本年四月二十七日及五月六日函報，該公司增加資本一案，已呈奉 經濟部核准變更登記，頒發新照，並定於本年五月十日起開始換正式股票等語；茲核定該公司股份交易，應自本年五月二十四日(星期一)起，憑股票交割，特此公告。

第五〇八號 三十七年五月八日

本所試行上市公司股份預約轉讓辦法屆滿後處理辦法第六項，前經呈奉 財政部批示補充規定如下：「凡各上市公司召開股東會，決議增資，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)，及聲敘新股上市緣由，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。」其第三種方式，經函准 財政部 錢幣司 幣已字第四〇三四號函復解釋：「公司增加資本，依法須呈經本經濟部核准換發執照後，始為確定，增資股款收據僅足以表明款已收繳，並非股票，其持有人即暫無股權，原補充規定第三點所謂除權，即在增資程序完成以前，暫無股權之謂。又新股股款，如係經股東會依法決議，按舊股股數比例增繳，則此種增股權利，當亦屬於股權之一，新股股款收據既表明已因繳過股款而增加股數，即不能再按收據上股額為增股後之要求，此亦為除權之另一解釋。至補充規定第一點附在原股票後之新股款收據，及第二點在原股票上所註明之增資事項，儘可視為新股股款業已收繳之計算記載，均暫無股權可言，要亦同屬於除權買賣。」

茲又准 財政部 錢幣司 幣已字第三七七號函略開：「上市公司之依照第三種方式申請上市，倘股票係與收據分開為買賣(即不連作一張)而交割有困難時，可由所方著其以票據連同買賣俾歸簡便。」應即遵示，將股票與增資股款收據，連同買賣交割。再補充規定所列三種方式，關於增資股款，或加註增資事項於股票之記載，按照上開解釋，買受人應知在該試行上市公司變更章程登記確定前，均屬暫無股權，關於民法上出賣人之義務，出賣人亦應依法履行，買賣雙方應各知照。除函知各試行上市公司外，特此公告。

第五〇九號 三十七年五月八日

查新光標準內衣染織整理廠股份有限公司增資至二千六百六十億元一案，及景福衫襪織造廠股份有限公司增資至五千二百五十億元一案，業奉經濟部核准，依照上市公司股份預約轉讓辦法屆滿後處理辦法第六項補充規定第三種方式上市開拍。茲根據該種方式及 財政部 錢幣司 幣已字指示，核定該兩公司增資後新股，自本年五月十日起上市買賣，成交單位新光改定為五十萬股，景福改定為一百萬股，俱應以股票及股款收據連同買賣交割，並查照第五〇八號公告辦理，特此公告。

第五一〇號 三十七年五月十日

茲按照 部頒預約轉讓辦法屆滿後處理辦法第六項補充規定所列第三種買賣方式，已製就約據定式，印發各經紀人，備由出賣人依式簽用，各賣出經紀人應於辦理交割時，將該買賣約據一併提交，幸勿遺誤，合將定式全文揭示市場，務各查照，特此公告。

第五一一號 三十七年五月十三日

查勤興紡織衫廠股份有限公司增資至國幣八百另六億四千萬元一案，業奉 經濟部核准。依照上市公司股份預約轉讓辦法屆滿後處理辦法第六項補充規定第一種方式上市開拍，茲核定該公司股份自本年五月十四日起，將原股票附帶增資股款收據上市買賣交割，成交單位為原股十萬股特此公告。

第五一二號 三十七年五月十三日

茲按照 部頒股份預約轉讓辦法屆滿後處理辦法第六項補充規定所列表第一種買賣方式，已製就約據定式，印發各經紀人，備由賣出人依式簽用，凡依照該種方式買賣者，各賣出經紀人應於辦理交割時，將該買賣約據一併提交，幸勿遺誤，合將定式全份揭示市場，務各查照，特此公告。

第五一三號 三十七年五月十三日

據商辦開北水電股份有限公司本年五月十三日函報，以該公司增資變更登記一案，已奉經濟部核准，並頒到新執照，定於本年五月十四日起開始換發新股票，請核辦前來；茲核定該公司股份交易，自本年五月二十六日起，憑新股票交

割，特此公告。

第五一四號 三十七年五月十四日

據統益紡織股份有限公司本年五月十三日及十四日函報，以辦理增資一案，已奉 經濟部核准變更登記，頒發新照，定於本年五月十四日起開始換發新股票等語；茲核定該公司股份交易，自本年六月一日起，憑股票交割，特此公告。

第五一五號 三十七年五月十四日

據信誼化學製藥廠股份有限公司本年五月十三日函報，以辦理增資一案，已奉 經濟部核准變更登記，頒發新照，定於本年六月一日起，開始換發新股票等語；茲核定該公司股份交易，自本年六月十一日起，憑股票交割，特此公告。

第五一六號 三十七年五月十五日

據華新水泥股份有限公司本年五月十四日函報，該公司三十六年度股息，經股東會議決發給，自五月十七日起，由該公司上海辦事處依法辦理，計每一老股及升值股，現金增資，新股或第一次溢價發行股，應得普通紅利八厘，及特別紅利一分九厘，合計二分七厘，股息均按各該股實際繳款日期起計算發給等語；所有該公司之股份，應自本年五月十七日起，開做除息交易，特此

公告。

第五一七號 三十七年五月二十日

據中國絲業股份有限公司本年五月二十日函報，該公司董事會決議，定於本年六月二日召開股東臨時會，討論增資辦法，並報告三十六年度營業概況帳略等事項，並於會期前十五天內，依章停止股份過戶，特此公告。

第五一八號 三十七年五月二十四日

據商務印書館股份有限公司本年五月二十二日函報，以該公司升值增資一案，已奉准變更登記，定於五月二十四日開始換發新股票，請核辦前來；茲核定該公司股份交易自本年五月三十一日起，憑新股票上市交割，特此公告。

第五一九號 三十七年五月二十六日

據上海信和紗廠股份有限公司本年五月二十五日函報：「敝公司變更登記，領到經濟部新字三一五〇號執照，根據部章換發新股票，前於三十五年十二月十日抄奉附逆嫌疑股份項康原戶名，股票股據號碼業已收回註銷，換發新股票，緣另紙錄奉新同戶名同股數股票號碼，祈查照。」等語前來；茲將該公司附單抄錄於后（從略）特此公告。

第五二〇號 三十七年五月二十七日

據中國內衣紡織染股份有限公司本年五月二十五日函報，該公司增加資本貳佰捌拾萬元業已收足，呈奉 經濟部批准，依照最近部頒股份預約轉讓辦法屆滿後處理辦法第六項之補充規定第二種方式，在股票上加註，載明增資事項，仍以原股票上市買賣請核辦前來；茲核定該公司股份交易自本年五月二十八日起，依照上項規定，以原股票為連權買賣，成交單位仍為壹萬股，特此公告。

第五二一號 三十七年五月二十七日

茲按照部頒預約轉讓辦法屆滿後處理辦法第六項補充規定所列第二種買賣方式，製就約據定式，印發各經紀人，備由出賣人依式簽用，各賣出經紀人應於辦理交割時，將該買賣約據一併提交，幸勿遺誤，將定式全份揭示市場，務各查照，特此公告。

第五二二號 三十七年五月二十七日

第五十一號經紀人莊崇周，前因逾期改繳保證金代用品部份美金債券，奉令撤銷註冊，茲准上海交易所監理員辦公處監(三七)字第一〇三七號公函，以奉 財政部財 錢字第二五八六六號公函，以奉 經濟部京商三七字第一二三四〇

號訓令，關於該經紀人撤銷註冊之處分，據提起訴願，經依法決定，抄同決定書，轉囑查照等由；依照附抄決定書京訴字第三二九號主文所載：「原處分撤銷之」，並據妥辦手續，申請復業前來：該經紀人莊崇周，准自本年五月二十八日起，恢復入場交易，特此公告。

第五二三號 三十七年五月二十九日

自本年六月一日起，各經紀人於交割時，交付之行莊本票，應由各該經紀人用存所印鑑背書，並註明交入日期，特此公告。

第五二四號 三十七年五月二十九日

據中法藥房股份有限公司本年五月二十八日函報，該公司定於六月二十七日舉行股東常會，報告三十六年度營業概況及決算帳略，討論盈餘分配，並改選監察人，在股東常會期前三十天內，照章停止股份過戶前來，特此公告。

第五二五號 三十七年五月二十九日

據永安紡織股份有限公司本年五月二十九日函稱：「本日接准湯涵霖律師本月二十八日來函內開：據當事人黃祥茂君來所委稱，祥茂於本月二十五日託一七五號同福證券號買進永安紗廠股票拾萬股，二十六日前往收取，當交給馮增祥戶

名第一九一〇號股票紙，計拾萬股，因在證券四樓遺失，除託同福號向所方掛失並向警局報告外，再煩貴律師代函永安紡織公司聲明前情，如有前來過戶者，請通知貴事務所，以憑據實辦理，馮君原函煩為附去等情；前來，據此，相應函達，至希查照見復為荷。等情；前來，除該辦外，相應函達，希為查照」。等語；前來，特此公告。

第五二六號 三十七年五月三十日

本所奉中央銀行負責人面示：「三十七年短期國庫券經 財政部決定，於三十七年五月三十一日上市開拍，着即擬具詳細辦法，呈部核奪施行。」等因；當經擬具辦法，呈經 財政部修正，奉本年五月三十日滬字第一號批令辦理，並發三十七年短期國庫券條例，暨二月期國庫券樣張到所，自應遵照，於本年五月三十一日市起，將該項國庫券上市開做。茲將批令試行辦法列後，特此公告。

第五二七號 三十七年五月三十日

查三十七年短期國庫券，業經公告上市開做在案，所有各經紀人向買賣兩方委託人徵收之佣金率，暫照經紀人公會擬具報所標準以千分之一徵收，仍由本所報部核定，特此公告。

資本市場

「證券市場」原名
第二期 第一卷

專題論著

法幣與歲衡

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

市況分析

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

資本市場

「證券市場」原名
第三期 第一卷

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

市況分析

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

美國物價暴跌問題

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

民國三十七年度五月份統計

(甲) 股市統計

表一 上海證券交易所股票行市指數

37年5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	9460	11086	5172	5132	5606	5312	3883	3918
4月	11915	13350	5376	增資	5118	增	3960	4352
5月								
第 1 週	16581	19031	7207	8062	增資	資	增資	5322
第 2 週	17756	21597	7924	8292	10020	8858	5090	5535
第 3 週	16452	20277	7305	7447	9171	8456	4646	4909
第 4 週	16143	20057	6792	7245	8299	7420	3978	4621
第 5 週	16456	20552	6850	6948	8211	7453	3846	4721
本月平均	16009	19197	6884	4302	8655	7790	4302	4882

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，其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。其增資辦法為一舊變五十股，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。

表二

上海證券交易所股票行市

37年5月份

單位：每股元

股票名稱	第一週(3日—8日)			第二週(10日—15日)			第三週(17日—22日)			第四週(24日—29日)			第五週(31日—6月5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	最高	最低	平均
大通紗廠	800	620	728	900	720	808	750	670	710	750	700	709	850	700	778
中紡紗廠	增		資	增		資	增		資	增		資	增		資
永安紗廠	2,890	2,230	2,593	3,210	2,600	2,946	2,960	2,640	2,766	2,740	2,650	2,736	3,195	2,485	2,803
信和紗廠	1,100	810	952	1,150	950	1,047	1,015	920	965	975	875	898	1,035	795	905
統益紗廠	845	600	736	80	740	805	770	670	725	720	640	658	750	630	698
榮豐紗廠	580	480	536	600	515	561	520	498	508	510	465	476	553	425	479
恆豐紗廠	595	410	501	620	580	605	520	520	523	530	490	510	510	510	510
中國內衣	增		資	增		資	增		資	730	670	700	740	600	670
新光內衣	增		資	46.5	38.4	42	40.5	37.5	38.7	37.5	33	34.9	40	30	35
景福衫襪	增		資	23	18	20.9	20.8	19	20	19.2	17	17.6	20.3	15.2	17.6
景綸衫襪	148	190	128	158	128	142	129	121	124	122	10	110	125	96	109
勤興衫襪	增		資	191	187.7	189	178	167	173	166	141	148	157	127	142
五和織造	增		資	增		資	增		資	增		資	增		資
美亞織綢	4,650	3,650	4,200	4,700	3,850	4,320	4,350	3,600	3,880	4,150	3,650	3,790	4,050	3,250	3,620
中國絲業	6,500	5,550	6,050	7,500	6,350	7,120	7,250	6,900	7,033	7,000	6,100	6,358	6,650	6,100	6,358
新亞藥廠	增		資	增		資	增		資	增		資	增		資
信誼藥廠	260	195	226	260	210	237	215	210	211	210	200	202	2,645	210	235
大中華火柴	1,400	1,030	1,263	1,450	1,200	1,343	1,320	1,150	1,223	1,250	1,150	1,182	1,300	1,060	1,207
華豐搪瓷	93	72	85	95	76	86	79	70	73.4	70.5	64	68.8	85	64	75
中國水泥	1,120	800	948	1,250	850	1,058	1,100	930	965	1,070	950	1,010	1,100	900	1,027
九福製藥	增		資	增		資	增		資	增		資	增		資
中法藥房	405	325	366	42	345	381	360	335	348	345	310	318	355	280	318
華新水泥	275	215	246	238	240	258	210	195	206	210	185	198	235	165	199
永業地產	33,000	33,000	33,000	35,300	36,300	36,300	36,500	36,500	36,500	—	—	—	36,300	33,000	34,650
聯華地產	3,439	3,439	3,439	5,695	3,955	4,765	—	—	—	6,265	6,000	6,088	—	—	—
永安公司	785	625	708	780	650	737	680	620	653	670	600	615	710	570	628
麗安百貨	103	80	94	增		資	增		資	增		資	增		資
國貨公司	110	110	110	增		資	增		資	增		資	增		資
新華百貨	97	78	87	96	84	90	84	80	81	75	68	70	74	58	66
商務印書館	860	640	755	910	760	838	800	745	765	790	700	726	810	645	724
開北水電	510	405	461	535	460	499	470	450	461	465	420	443	585	425	500
中興輪船	—	—	—	1,900	1,576	1,685	1,900	1,900	1,900	2,000	2,000	2,000	2,300	2,300	2,300

- 說明：(1) 本表所列最高最低行市均以前市收盤行市為準
(2) 本表所列平均行市為每週各日前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5月份

單位：千股

日期	大通紗廠	中粉紗廠	永安紗廠	信和紗廠	統益紗廠	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	美亞綢緞	中國絲業	新亞麵粉	總額
1日	400	增	118,700	17,100	2,550	5,500	500	增	增	增	19,500	增	增	—	660	增	278,210
3日—8日	1,100		1,334,300	224,700	58,450	187,350	3,600	增	增	增	257,000	增	增	35,000	4,275		3,741,175
10日—15日	900		1,398,000	189,550	23,000	120,450	1,100	增	增	增	173,800	增	增	34,450	5,880		9,814,421
17日—22日	350		1,252,900	89,800	49,750	40,900	1,100	增	增	增	90,800	增	增	23,200	2,470		7,540,225
24日—29日	1,050		975,100	85,450	11,850	22,300	900	增	增	增	53,600	增	增	19,900	1,265		1,186,331
31日	250	資	144,200	7,300	3,250	2,450	—	380	319,000	572,000	40400	24,200	資	3,100	200	資	
本月總額	4,050		5,223,200	613,900	148,850	378,950	7,200	3,070	7,475,000	16,090,000	599,100	410,600		115,650	14,750		35,500,962
1日	400	1,100	17,600	—	11,100	1,100	—	—	500	4,400	34,700	34,000	3,900	4,500	—	278,210	
3日—8日	11,600	8,100	695,200	3,500	115,950	12,000	—	—	17,000	137,800	68,700	452,500	55,650	56,400	—	3,741,175	
10日—15日	4,200	5,000	728,500	3,400	107,550	3,600	—	20	18,200	增	增	292,600	39,550	49,100	150	12,940,600	
17日—22日	1,200	2,500	430,400	1,000	33,750	2,700	1	—	5,000	增	增	84,550	10,150	21,900	100	9,814,421	
24日—29日	1,600	2,900	548,400	600	33,700	11,000	—	20	4,200	資	79,900	13,950	11,900	50	7,540,225		
30日	—	200	83,200	50	2,150	100	1	—	300	資	14,400	1,100	4,100	—	1,186,331		
本月總額	19,000	19,800	2,504,300	8,550	304,200	30,500	2	40	45,200	142,200	103,400	957,950	124,300	147,900	300	35,500,962	

表四 上海證券交易所股票交易金額

37年5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	133,647	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	1,208,353	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	2,626,630	3,884,673	6,511,303
4月	12,166,057	2,212,081	14,378,138	2,735,582	245,354	2,980,936	4,572,316	1,228,598	5,800,914
5月 1日	587,643		587,643	132,100		132,100	204,001		204,001
3日—8日	5,265,793		5,265,793	1,273,233		1,273,233	1,736,637		1,736,637
10日—15日	6,246,714		6,246,714	1,497,317		1,497,317	2,021,548		2,021,548
17日—22日	4,888,383		4,888,383	1,264,093		1,264,093	1,670,233		1,670,233
24日—29日	3,883,712		3,883,712	917,998		917,998	1,544,045		1,544,045
31日	435,400		435,400	128,834		128,834	200,892		200,892
本月份總額	21,307,645		21,307,645	5,213,576		5,213,576	7,377,355		7,377,355

四月八日起遞交停止

表五 上海重要外股行市

37年5月份

單位每股千元

股票名稱	第一週 (日3-8日)			第二週 (10日-15日)			第三週 (17日-22日)			第四週 (24-29日)			第五週 (31日-6月5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	最高	最低	平均
怡和紗廠	5,020	3,930	4,543	5,730	4,450	5,072	5,418	4,470	4,940	5,250	4,530	4,830	5,150	4,300	4,607
英聯船塢	6,040	4,300	5,298	6,700	5,200	5,933	5,900	5,050	5,497	5,700	4,950	5,270	6,000	4,600	5,145
會德豐	11,700	8,100	9,800	13,000	10,300	11,450	11,800	9,900	10,950	11,300	10,300	10,700	12,300	9,500	10,517
樂廣地產	1,160	870	1,017	1,370	1,030	1,195	1,230	1,040	1,117	1,150	1,030	1,068	1,450	1,000	1,210
怡和啤酒	1,060	840	963	1,300	950	1,118	1,180	1,010	1,073	1,130	980	1,043	1,140	920	1,015

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實價為準。
 (2)本表所列平均行市為每日實價之平均數。

表六 上海重要外股行市指數

37年5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	會 德 豐	樂 廣	怡 啤
37年5月第一週 (3日—8日)	45,190	51,604	48,758	58,160	25,527	41,903
第二週 (10日—15日)	51,712	57,605	54,601	67,953	29,761	48,641
第三週 (17日—22日)	49,461	55,091	50,583	64,985	28,092	47,553
第四週 (24日—29日)	47,810	54,893	48,497	63,502	26,776	45,379
第五週 (31日—6月5日)	47,334	52,324	47,347	62,414	30,441	44,146
本月份平均	45,739	52,071	47,544	59,743	26,074	43,265

說明：(1)個別指數係根據每日新聞報商情表之外股實價所編製，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。

民國三十七年度五月份統計

(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 賣 價	(1) 官 價	(2) 基 準 價	(3) 指 定 銀 行 賣 價	(1) 官 價	(2) 基 準 價	(3) 指 定 銀 行 賣 價	(1) 官 價	(2) 基 準 價	(3) 指 定 銀 行 賣 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
18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	9,286.98	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	11,618.80	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	13,625.32	13,926.32
18日	12,000	59,500	60,300	48,000	188,000	190,500	3,000	11,701.14	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	27,821.69	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
5月 17日	12,000	474,000	480,000	48,000	1,422,000	1,442,000	3,000	88,504.69	90,150	3,600	106,464.84	108,000

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	
五 月 份 第 一 週	最 高	6.5	5.71	5.68	332
	最 低	4.9	5.55	5.43	322
	平 均	5.5	5.62	5.58	325.8
第 二 週	最 高	5.1	5.52	5.48	321
	最 低	4.1	5.33	5.25	313.5
	平 均	4.65	5.42	5.361	316.5
第 三 週	最 高	5.0	5.47	5.42	323
	最 低	4.4	5.45	5.40	318.25
	平 均	4.6	5.46	5.4	320.5
第 四 週	最 高	4.70	5.60	5.57	329
	最 低	4.50	5.49	5.42	320
	平 均	4.6	5.5	5.4	324.9

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	最 高	0.27	6.00	8.00
	最 低	0.24	6.00	8.00
	平 均	0.25	6.00	8.00
第 二 週	最 高	0.28	6.00	8.00
	最 低	0.24	6.00	8.00
	平 均	0.26	6.00	8.00
第 三 週	最 高	0.34	6.00	8.00
	最 低	0.29	6.00	8.00
	平 均	0.31	6.00	8.00
第 四 週	最 高	0.32	6.00	8.00
	最 低	0.26	6.00	8.00
	平 均	0.287	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	6,203	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	3,453	125	1.6	1.00
第3週 平均每天	23,678	12,844	5,243	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
5月 第1週 平均每天	239,519	23,579	2,846	105	1.2	0.45
第2週 平均每天	265,548	30,696	4,278	530	1.6	1.73
第3週 平均每天	285,387	27,780	4,011	295	1.6	1.06
第4週 平均每天	261,765	30,222	3,191	135	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
5月 總計淨差			+166,279
3月 1日—6日			
8日—13日			
15日—20日			
22日—27日			
29日—31日			
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		
5月 1日—8日	14,319		
10日—15日	46,010		
17日—22日	4,411		
24日—31日	56,539		

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	4.391	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	12.81	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	56.16	68.70	47.44	48.03	51.07
五月	57.49	71.43	11.73	72.11	98.89	60.74	64.07	70.43
第一週	37 05	52.73	74.76	57.25	68.49	47.59	43.18	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	57.33	68.17	47.33	48.64	52.58
五月 第一週	43.16	62.03	89.91	60.49	73.37	51.73	54.03	58.47
第二週	59.37	75.87	125.1	73.36	101.7	59.96	67.42	73.13
第三週	58.76	73.26	128.3	76.34	107.1	61.57	66.77	73.24
第四週	65.01	75.53	131.1	79.83	119.7	71.27	69.21	78.57

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5月份

單位：萬元

貨品	單位	第一週 (3日-8日)			第二週 (10日-15日)			第三週 (17日-22日)			第四週 (24日-29日)			第五週 (31日-6月5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	最高	最低	平均
廿支雙馬	包	21,000	16,000	17,900	21,800	19,500	19,960	20,700	18,000	19,217	21,800	19,700	20,500	23,100	18,500	20,233
十二磅龍頭細布	疋	632	509	572	700	605	661	683	595	651	709	675	695	795	664	718
120東洋人造絲	担	38,600	31,300	35,517	46,600	36,900	41,267	42,000	37,900	39,800	39,400	38,400	33,950	43,900	35,100	38,940
上等白粳米	石	495	410	453	550	520	538	605	535	566	700	640	654	690	660	673
焦作煤塊	噸	2,000	1,800	1,933	2,100	2,000	2,070	2,400	2,300	2,400	2,600	2,600	2,600	3,200	2,600	2,833
青島吉桶生油	担	1,400	1,070	1,228	1,650	1,350	1,523	1,700	1,490	1,561	1,800	1,720	1,740	1,990	1,800	1,877

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

中華民國三十七年六月出版

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

上海福州路二五四號
黎明書局
電話：九六四七九號

印刷者

國家嘴路一〇二〇號
六聯印刷公司
電話：五二一八一號

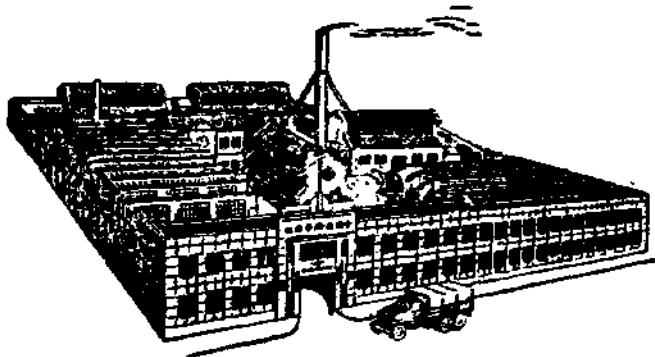
零售 每冊貳拾萬元

廣告刊例

廣告地位	每	期	價	目
封面裏頁	全	頁	肆	仟萬元
封底及封底裏頁	半	頁	貳	仟萬元
普通地位	全	頁	叁	仟陸佰萬元
	半	頁	壹	仟捌佰萬元
封套全頁	面	議		

飛輪牌 木紗團

自製 自染 自拼
木蕊



中國製線廠出品
總管處理發行所 上海南京路一七九號三五二〇四四

上海市場銀行

總行信託部

辦理
定期存款

五百萬起，隨時可存

七天一轉，利上加利

中途需款，並可作押

利息優厚，手續簡捷

經營地
產業務

房地買賣，經租登記

移轉過戶，簡便迅速

代客買
賣證券

手續簡便，取費低廉

轉播行市，公開準確

設備完善，服務週到

開戶交易，尤為歡迎

地址：南京路二〇五號

電話：營業室 一九九七〇一 九五八七一 課券證 七一七四一

上海證券交易所第七十五號經紀人

鄭 正 偉

維昌證券號

愚園路百樂門三樓 電話：三三五九

上海證券交易所第七十五號經紀人

永豐證券號

上海證券交易所第一百四十六號經紀人

買
賣
便
利

夏 今 期 間
備 有 冷 氣

行
情
準
確

地址：陝西路三二二號 電話：七六六九

上海證券交易所第一百四十六號經紀人