

資本市場

原名「證券市場」

第一卷 第二期

專題論著

法幣與歲虧……………褚葆一

泛論中國的利率……………吳承禧

抗戰以來我國外匯管理政策……………祝百英

民國三十六年之我國對外貿易……………壽進文

證交開業後至三十六年底各股升降之

比較……………穆家驥

市場動態

工商調查

中法藥房股份有限公司概況……………張明炯

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

(總第二號)

民國三十七年二月出版

上海證券交易所調查研究處編印

NATIONAL CENTRAL LIBRARY
NANKING CHINA

「資本市場」第一卷第二期目錄

專題論著

法幣與歲虧……………褚葆一（一）

泛論中國的利率……………吳承禧（八）

抗戰以來我國外匯管理政策……………祝百英（一三）

民國三十六年度我國之對外貿易……………壽進文（二一）

證交開業後至三十六年底各股升降之比較……………穆家驥（二七）

市况分析……………（三六）

市場動態……………（三九）

工商調查

中法藥房股份有限公司概況……………勇龍桂：張明炯（四八）

上海毛紡業概況……………勇龍桂：張明炯（五〇）

外情介紹

紐約證券市場會發生恐慌嗎（下）……………施定文（五六）

時論彙輯

改革幣制問題特輯……………（六一）

法郎貶值問題特輯……………（六八）

參考資料

證交上市股票發行公司一覽表

(七三)

市場公告

(七四)

統計資料

民國三十七年度一月份統計

(甲) 股市統計

表一 上海證券交易所股票行市指數

表二 上海證券交易所股票行市

表三 上海證券交易所股票成交數量

表四 上海證券交易所股票交易數額

表五 上海重要外股行市

表六 上海重要外股行市指數

(乙) 金融物價統計

表一 上海外匯行情

表二 香港申匯美元及黃金行情

表三 上海利率行情

表四 上海票據交換所票據交換數額

表五 上海票據交換四行兩局一庫軋差數額

表六 上海批發物價指數

表七 上海重要物品躉售價格

「證券市場」資料索引

上海股票廠商調查

題目

刊登卷期

永安紡織股份有限公司紀要	第一卷	第一期
美亞織綢廠股份有限公司紀要	第一卷	第二期
信和紗廠股份有限公司紀要	第一卷	第三期
景福衫襪織造廠股份有限公司紀要	第一卷	第四期
新光標準內衣染織整理廠股份有限公司紀要	第一卷	第五期
勳興紡織染廠股份有限公司紀要	第一卷	第六期
華豐擔衣股份有限公司紀要	第一卷	第七期
大中華火柴股份有限公司紀要	第一卷	第八期
中國內衣紡織染股份有限公司紀要	第一卷	第九期
中紡紗廠股份有限公司紀要	第一卷	第十期
上海永安股份有限公司紀要	第一卷	第十一期
五和織造廠股份有限公司紀要	第一卷	第十二期
榮豐紡織廠股份有限公司紀要	第二卷	第一期
大通紡織廠股份有限公司紀要	第二卷	第二期
上海中國國貨股份有限公司紀要	第二卷	第三期
上海麗安百貨股份有限公司紀要	第二卷	第四期
中國水泥股份有限公司紀要	第二卷	第五期
商務印書館股份有限公司紀要	第二卷	第六期
一年來上市各公司增資概況	第二卷	第七期
景綸衫襪廠股份有限公司紀要	第二卷	第八期
景綸衫襪廠近況	第二卷	第九期
恆豐紡織股份有限公司概況	第二卷	第十期
匯交上市股發行公司概況調查	第二卷	第十一期
一、紡織業	第三卷	第十二期
二、內衣業	第三卷	第一期
三、絲綢業	第三卷	第二期
四、水泥業	第三卷	第三期
五、新藥業	第三卷	第四期
六、化工業	第三卷	第五期
七、公用事業	第三卷	第六期
八、文化事業	第三卷	第七期
九、百貨業	第三卷	第八期
十、地產業	第三卷	第九期
中興輪船股份有限公司概況	第三卷	第十期

專題論著

法幣與歲虧

褚葆一

從民國二十四年十一月四日起，中國改換法幣制度，作為本位幣的法幣，在國內或國外，都無法按照固定的兌換率，兌換成黃金或白銀，除非在市場上按照市價，購買黃金或白銀，這市價是隨時可以變動的，並且，在有的時候，政府還禁止以法幣購買黃金或白銀。從二十四年十一月四日起，中國放棄銀本位的制度，改用法幣，法幣的本質，是一種管理通貨。

在管理通貨制度之下，本位幣的價值，完全由人為力量加以控制。控制機構必須對於貨幣的有效流通量，能加以適當調節，使之與經濟制度中所表現的對貨幣的需求相適應，那就可以操縱本位幣的價值，控制住物價，使之實現基本國策賦與的任務。

貨幣的有效流通量包括貨幣的流通量與貨幣的流通速度二者，貨幣除了本位幣以外，還有輔幣、銀行貨幣等等。近代貨幣理論發展的結果，對於影響通貨有效流通量的因素，有極精細的分析，除了費雪 (Irving Fisher) 所早已列舉的個人使用貨幣的習慣，社會的支付制度，人口密度，交通狀況，銀行的業

務，準備比例，個人以及公司社團的現金對銀行存款的比例等等靜態因素外，其他如中央銀行的信用政策，人民對未來物價的預測，政府的理財方針等等全有密切的關係。其中尤其是中央銀行政策、政府的理財方針等，最為重要，假如政府的財政政策能避免對通貨發行量的刺激，中央銀行的政策又傾向於穩健，那末，人民對未來物價也不會一致看漲，通貨有效流通量也就不致於上漲。

二

中國在實行法幣制度之初，中央銀行在金融市場上領導羣倫的地位，並未確立，法幣的發行，既分散於中、中、交、農四行，而四個發行人，不僅在發行政策方面不相為謀，並且，有的時候，還彼此競爭，以擴大發行額。同時，四個發行銀行都是國家銀行，在人事方面和財政部關係極深，因此，很自然地，發行政策成為財政政策之附庸。

從二十四年十一月四日起，法幣的發行額，不斷增加，其增進速度，可從下列數字證之：

時 期	法幣發行額 (單位：百萬元)	指 數
二十四年十月底	四一八	一〇〇
十一月底	五四二	
十二月底	六四一	
二十五年十二月底	一、二四一	
二十六年七月底	一、四四四	三四五

從二十四年十月底到二十六年七月底，全面抗戰開始之時，法幣的發行額，從四億增加到十四億，約增兩倍半。增加的原因，一部份是兌換銀元所致。例如：從開始法幣政策後，到二十五年六月底，共收兌白銀二億二千五百萬元，同期的法幣增加額四億二千九百萬，其中有半數光景，便是收兌此項白銀的，有一部份原來在流通過程中的白銀，未經國家銀行收兌為人民所窖藏，其交易中職務從此由法幣代替的，因此也增加了法幣的發行額，還有一部份是由法幣流通區域逐漸推廣所致，例如兩廣一向使用毫洋，法幣並不能在上流流通，二十五年八月起，法幣才開始在廣東流通，同年十一月起，法幣開始在廣西流通，到二十六年底，才完全取毫洋的地位而代之，這幾部份的增加額，是減少另一部份的貨幣流通額而來，在計算法幣淨增加額的時候，都應該把它除去。所以實際增進額，不如指數那樣多。

三

前表所列，是抗戰前法幣發行額增加的情形，抗戰開始後，國庫支出陡增，法幣發行額亦加速增進，關於發行詳細數字，除初期幾個月以外，未見官方公佈，我們現在將估計的數字，以及三十一年底為止的官方數字列表如下：

時 期	法幣發行額 (單位：百萬元)	指 數
二十六年六月底	一、四〇七	一〇〇
七月底	一、四四四	
十二月底	一、六三六	一一六·四
二十七年六月底	一、七二六	一二三
十二月底	二、三〇五	一六三·八
二十八年六月底	二、九六八	二一〇·九
十二月底	四、二八六	三〇四·六
二十九年六月底	六、〇六二	四三〇·八
十二月底	七、八六六	五五九·〇
三十年六月底	一〇、七一五	七六一·四
十二月底	一五、一三二	一、〇七五·三
三十一年六月底	二二、九七五	一、六三二
十二月底	三四、三五九	二、三二五
三十二年年底	七五、〇〇〇(估計，下同)	
三十三年年底	一九〇、〇〇〇	
三十四年六月底	四〇〇、〇〇〇	二八、五〇〇
十二月底	一、〇〇〇、〇〇〇	
三十五年年底	三、五〇〇、〇〇〇	
三十六年年底	二五、〇〇〇、〇〇〇	

從右表看，在抗戰第一年，法幣的發行額，僅增加百分之二十三，可算是比較溫和膨脹，可是以後的膨脹速度就較前增加，二十八年一年，差不多膨脹一倍，二十九年膨脹了百分之九十，到三十年底的發行額，已較抗戰開始時增加了十倍有餘。三十一年速度轉緩，僅增加百分之六十，三十二年突增三倍，三十三年增一倍半，三十四年上半年再增一倍，到抗戰結束，法幣發行額，約共增加二百八十餘倍，這鉅大的增加額，主要都是用來彌補抗戰時期的赤字預算的。

四

法幣的數量既不斷增加，自將影響法幣的價值，自二十四年十一月以後，各地的物價不斷上漲，就表示法幣價值，逐漸下降，現在把國定稅則委員會所編上海躉售物價指數摘要列左，以見法幣價值變動的情形：

上海躉售物價指數 (民國十五年等於一〇〇)

二十四年七月	九〇·五
十一月	一〇三·三
十二月	一〇三·三
二十五年六月	一〇六·一
十二月	一一八·八
二十六年六月	一二六·一
八月	一二七·八

從二十四年十一月到二十六年八月，在二十二個月中間，物價指數共上漲百分之二十四點五，平均每個月上漲一·一，而且其過程是連續上漲，除了二十五年五月一度回落外，並無其他例外，法幣制度的實行，是在白銀風潮之後，在銀貴風潮中，中國通貨曾經猛烈緊縮，造成工商業的極度不安，所以在法幣制度實施之初，使通貨作溫和性的膨脹，以復蘇全國經濟，可說是一合理的政策，二十二個月中物價連續的提高，對於商業是有利無弊的。

抗戰開始後，發行數字加速增加，所以物價指數也急遽提高，我們現在舉上海和重慶兩地的物價指數在下面，以表示各地貨幣價值變動的經過：

上海批發物價指數 (中國經濟研究所編) 重慶基要商品躉售指數 (央行經濟處編)

二十六年六月	十二月	一·一五〇	二十六七月	九七
二十七年六月	十二月	一·二九七	二十七六月	九八
二十八年六月	十二月	一·三五六	二十八六月	一〇三
二十九年六月	十二月	一·五四三	二十九六月	一〇四
三十年六月	十二月	一·八七二	三十年六月	一二〇
三十一六月	十二月	三·六二一	三十一六月	一七七
三十二年六月	十二月	五·一五一	三十二年六月	三三六
三十三年六月	十二月	五·九六五	三十三年六月	一〇九四
三十四年六月	十二月	九·一八三	三十四年六月	一、七二六
三十五年六月	十二月	一七·七五	三十五年六月	二、八四八
三十六年六月	十二月	三三·五一	三十六六月	四、一六二
三十七年六月	十二月	五一·〇一	三十七六月	五、七四一
三十八年六月	十二月	一一八·九	三十八六月	一一、二五〇
三十九年六月	十二月	二四四·〇	三十九六月	二〇、〇三三
四十年六月	十二月	六三八·七	四十年六月	五四、四七〇
四一年六月	十二月	二、八四三	四一年六月	五四、八六〇
四二年六月	十二月	一、七五〇 (按法幣計算)	四二年六月	一五五、三〇〇
四三年六月	十二月	一、七五〇 (按法幣計算)	四三年六月	一四〇、四四八

根據右列兩表看，抗戰八年以後，重慶的物價指數上漲了一千七百餘倍，上海的物價指數也上漲一千七百餘倍，這兩指數大致倒很接近。其實，從二十六年六月到三十四年年底，發行數字，不過高漲七百餘倍，而物價指數却高漲到一萬七千餘倍，這可以證明，物價的高漲，不完全是發行量變動之故，還有流通速度的關係，從這兩系列的數字看，流通速度已較前增加一倍半。流通速度的指數從一增為二·四。

抗戰結束以後，物價指數增進的速度，並不亞於戰時，中國經濟研究所所編製的上海批發物價指數，數字如下：

三十五年六月	十二月	四、六二六	三十五年六月	三十七、一六七
三十六年六月	十二月	七、九五八	三十六六月	一三八、一二六

以三十五年底的指數與三十四年底的數字相比較，物價在一年中，漲了四倍半，以三十六年底與三十五年底相比較，物價在一年中漲了十六倍。同時，流速指數也從二·四增為三·二與八。物價指數的加速增進，和流速指數的加速增進，是相伴而來的。

五

根據前面的敘述，我們看到，自從法幣制度實行以來，法幣的價值，就不斷下落，不過在抗戰開始前，法幣價值的變動，很是和緩，每個月不過下落百分之一左右，而且幣值變動的強度，遠較法幣發行量的變動為小，試以法幣制度開始到二十五年六月底為止，在這八個月期間的情形來看，發行額雖然增加了四億二千九百萬，可是其中有半數是用以收兌白銀的，此外，還有一部份是代替白銀流通的，因為在法幣制度初行時，有一部份原來在流通過程中的白銀，為人民所窖藏，這一部份白銀，從此由貨幣變為商品，其在流通過程中所負的交易中介的職務，就為法幣所代替，這一部份為人民所窖藏的法幣，假定等於白銀收兌額的十分之一，那末，也有二千二百餘萬。假如把這兩部份去除，那末，八個月的法幣淨增加額約一億八千萬，平均每月增加二千餘萬，等於法幣原來發行額的百分之五，同期中幣值的變動，比較發行指數的變動，要和緩。

抗戰初期，情形還是如此，幣值變動的速度，較之幣量變動的速度為低，這可以證明在此時期，新發行的貨幣，有一部份為人民所窖藏並沒有全部在市面上繼續流通，貨幣的平均流通速度並沒有因此增加，從二十九年年起，才表顯比較以前不同的情形，二十九年全年的發行量，增加不到一倍，可是在上半年，重慶的物價指數就增加了一倍，幣值變動的速度超過了

幣量變動的速度，這表示貨幣的流通速度已較前增進，同時也告訴我們，通貨膨脹的程度，已到了更深的一個階段。

在通貨惡性膨脹時期，幣值的變動是由幣量的變動與流速（貨幣的流通速度之簡稱）的變動共同促成的，從歷史上看，流速的增加，往往是幣值不斷下落所促成的，物價繼續漲這一事實，為一般人所認識以後，大家都有「存錢不如存貨」的心理，貨幣的流速，自然就增加了，假如有一種事實，使大家可以相信，幣值不致繼續下落，那麼，流速也就可以突然下落，勝利初臨時的情形，便是一個證明。

在通貨膨脹的初期，幣量增加是幣值跌落唯一的原因。到了通貨膨脹已經深刻化以後，如果能停止幣量的增加，或者說，使幣量增加的速度大量減低，也可以使流速下落，使幣值逐漸穩定。

在發行政策成為財政政策附庸的國度裏，幣量的增加，乃是國家預算不能平衡，用發行彌補歲虧的結果。國家的支出超過收入後，有幾種彌補歲虧的方法，足以引起發行量的增加的，其中有一種最簡單的辦法，便是財政部向中央銀行要求透支或墊款，中央銀行如答應要求，便將增加發行，不過財政部假如在事後，能在正常收入中，撥款歸還銀行墊款，那末，發行又可復原，祇有久借不還的墊款，才是幣值穩定的一大威脅。此外，政府發行公債，由國家銀行承受而不能在公開市場發行，也是增加發行的一個慣常的途徑。

國民政府自從在南京成立以來，國庫收支，一向不能完全平衡。歲虧的彌補，不外兩種辦法，一是發行公債，一是要求國家銀行墊款，法幣制度開始前七個會計年度，歲虧之數，據財政部報告，如左表所示（單位：百萬元）：

年 度	支出總數 (現金結存除外)	收入淨數 (借款收入除外)	虧 短 數	對支出總 數百分比
十七年度	四一、二、六	三三、二、四	八、〇、一	一九、四
十八年度	五三、九、〇	四三、八、〇	一〇、〇、九	一八、七
十九年度	七四、〇、三	四九、七、七	二四、六、六	三三、三
二十年度	六八、二、九	五五、二、九	一三、〇、〇	一九、〇
二十一年度	六四、四、八	五五、九、三	八、五、五	一三、三
二十二年度	七六、九、一	六二、一、六	一四、七、四	一九、二
二十三年度	一、二〇三、六	六三八、二	五六八、八	四六、三

前項數字，是財政部在每年度終了時，根據國庫帳目所計算的實收實支數字，此項收支，是根據收支時間而定，和各年度的決算數字，稍有差別，因為各年度的決算，缺落很多，所以改用此項數字來代替，就上表所列，在法幣制度施行以前，中央政府歲虧數額，約在總支出額的百分之二十左右，祇有二十三年度，因為「準戰時財政」的關係，軍務費支出突增，以致歲虧擴大至百分之四十以上。

法幣制度施行後，財政部僅繼續公佈二十四、二十五兩年度的收支實況，現在把兩年度的數字列下（以百萬元為單位）：

年 度	支出總數 (現金結存除外)	收入淨數 (借款收入除外)	歲 虧 數	對支出總 數百分比
二十四年度	一、三三六、九	五一三、二	八二三、七	六三、二
二十五年年度	一、八九三、九	一、二九三、三	六〇〇、六	三一、六

抗戰開始後，財政收支的實況，一向保守秘密。抗戰結束後，戰時的密件，偶有經人利用而透露的，可是同一數字，各方所發表的不一相同，關於戰時歲虧實況，我們現在根據比較可靠的資料，輯錄如下（單位：千元）：

年 度	國庫實收「除借收入」	對支出總數百分比
二十六年度	一、四五一、五三四	六九、〇
二十七年(實際僅半年)	八七一、八八七	七三、八
二十八年	二、三四二、五八五	八五、九
二十九年	三、七九〇、五三三	七〇、七
三十年	九、五六七、一六九	八七、九
三十一年	一七、一二七、七六三	八二、六
三十二年	四四、七四二、〇二五	
三十三年	(未詳)	
三十四年	二六六、四〇五、五七七(預算數)	

從右列數字看來，可知戰時的歲虧數字，不僅是比較戰前增加了幾倍，並且是一年比一年增加，增進率是倍數躍進，這充分表顯了在通貨膨脹期間，財政方面束手無策的情形。

抗戰結束以後，兩年來政府的收支狀況，仍舊沒有正式發表，每一年度開始時，雖然有預算發表，可是和實際收支情形比較，往往相差頗遠，不足為憑。例是財政當局，偶然在口頭上透露的關於實收實支的零星數字，比較可靠，根據此種數字，勝利後的歲虧情形，估計約如下表（以萬萬為單位）：

年 度	支出總數	收入淨數	歲虧數	歲虧占支出 之百分比
三十五年度	六〇、〇〇〇	二四、〇〇〇	三六、〇〇〇	六〇
三十六年度	四〇〇、〇〇〇	一七〇、〇〇〇	二三〇、〇〇〇	五七、五

去年度的歲虧數字，比較二十四年度，已經漲了二萬八千倍，比之二十五年年度，擴大了三萬八千餘倍。真是令人觸目驚心的一個數字。

六

歲虧發生以後，彌補的方法，不外是公債和銀行墊款兩種辦法，國民政府自從在南京成立以來，就以公債為調劑收支差

額的主要工具，所以對於舊債的整理，還本付息的保障，內債信用的維持，十分注意，一般內債信用都很好，所以從民國十六年到二十二年，發行內債六億以上，可是到了法幣制度施行的時候，政府的內債政策，快已走到了盡頭，不僅是所負的本金極大，而且每年到期還本付息的款項，已占歲出的主要部門，國庫各項可靠的收入，都已指定為還本付息的保證，要繼續發行公債已有相當困難，為解決此項困難，財政部在二十五年年頭，發行了一次統一公債，數額之大，為以前所未有，計共十四億六千萬元，把以前未還的舊債，統改成統一公債，並把利率降低，為年厘六厘，內債經此整理以後，國庫的負擔頓然減輕不少，因此內債政策，還有繼續推進的可能。

抗戰發生以前，財政部所主持發行的公債，除統一公債外，計有下列各項：

公債名稱	發行日期	發行數額
二十四年四川善後公債	二十四年七月	七〇,〇〇〇,〇〇〇元
二十五年復興公債	二十五年三月	三四〇,〇〇〇,〇〇〇元
二十五年四川善後公債	二十五年四月	一五〇,〇〇〇,〇〇〇元
二十五年整理廣東金融公債	二十五年十月	一二〇,〇〇〇,〇〇〇元
二十六年廣東省港河工美金公債	二十六年四月	美金二〇,〇〇〇,〇〇〇元
總額		國幣四三七,〇〇〇,〇〇〇元 美金二〇,〇〇〇,〇〇〇元
二十四年度發行		四二五,〇〇〇,〇〇〇元
二十五年年度發行		國幣一二〇,〇〇〇,〇〇〇元 美金二〇,〇〇〇,〇〇〇元

抗戰開始以後，國民政府還是利用公債政策彌補歲虧，在抗戰初期，全國人民敵愾同仇，內債的發行，較為順利，二十九年以後，物價高漲，幣值日落，歲虧愈來愈大，而公債的發行，愈來愈困難，以致到了最後，大部份的歲虧，都要依賴中央銀行的墊款。

抗戰期間所發行的內債共十四次，列表如下：

公債名目	發行日期	發行數量
救國公債	二十六年九月	五〇〇,〇〇〇,〇〇〇元
二十六年整理廣西金融公債	二十六年十二月	一七〇,〇〇〇,〇〇〇元
二十七年國防公債	二十七年五月	五〇〇,〇〇〇,〇〇〇元
二十七年金融公債	二十七年五月	美金一〇〇,〇〇〇,〇〇〇元
二十七年賑濟公債	二十七年七月	英鎊一〇〇,〇〇〇,〇〇〇元
二十八年軍需公債	二十八年六月	國幣一〇〇,〇〇〇,〇〇〇元
二十八年建設公債	二十八年四月	六〇〇,〇〇〇,〇〇〇元
二十九年軍需公債	二十九年三月	一〇,〇〇〇,〇〇〇元
二十九年建設公債	二十九年五月	英鎊一〇〇,〇〇〇,〇〇〇元 美金五〇〇,〇〇〇,〇〇〇元
三十年軍需公債	三十年二月	國幣一〇,〇〇〇,〇〇〇元
三十一年同盟勝利公債	三十一年五月	國幣一〇,〇〇〇,〇〇〇元 美元一〇〇,〇〇〇,〇〇〇元
三十二年同盟勝利公債	三十三年	國幣三〇,〇〇〇,〇〇〇元 五〇,〇〇〇,〇〇〇元

根據左列的記載，戰時用以平衡預算的內債發行額，約共二百二十四億元之多，可是公債發行以後，實際由人民利用平日的儲蓄來購買的，為數極少。內債的發行，有一部份是採用攤派方式，開戰初期的救國公債，以及抗戰末期的同盟勝利公債（三十二年度）就是如此。還有一大部份的公債，並未印成債券，而是用「總預約券」方式，交與四行，作為借款的擔保品，由國家銀行放款給政府，所以結果，公債發行和銀行墊款並無實質上的區別。

二十六年度發行內債四十八億一千七百萬元，而國庫實際從內債所得款項僅二億五千六百萬元，二十七年度內債發行額

共三千萬元，國庫實得數僅一千八百萬元，二十八年度內債發行額共十二億，國庫實得數僅二千四百萬，從這許多數字裏，我們可以看出來，即使在抗戰初期，大部份的內債，都是做了銀行墊款的抵押品，為人民所實際購買者，祇占一極小比例。

七

由於內債政策沒有得到良好的結果，彌補歲虧的重任，便大部份由銀行墊款來担負，現在把二十六年度至三十一年度中，國家銀行為國庫墊借的款項列下：

年 度	銀 行 墊 款 額	對支出總數百分數
二十六年	一、一九五、三四九、一六九元	五六·八
二十七年	八五三、四八四、八七二元	七二·三
二十八年	二、三一七、七八三、〇三〇元	八五·〇
二十九年	三、七八二、九一八、〇五六元	七〇·六
三十年	(未詳)	
三十一年	一六、八二五、〇二九、〇七九元	八一·二

國家銀行假如為國庫墊款的時候，能夠吸入大量的儲蓄，誘導人民以存款方式，把儲蓄存入銀行，再利用此等儲蓄，為國庫墊款，那末，國家銀行的墊款，並不一定使法幣發行額增加，在抗戰開始時，四行所擁有的存款，數量極大，而且其中有大部份的存戶，並非是政府機關，而是公司行號以及個人，這是人民的儲蓄，國家銀行可以利用來調劑國家財政的，所以，抗戰初期，國家銀行對國庫的墊款，並沒有使法幣發行額發生同等數額的增加，二十六年度墊款額達十一億九千萬，同期中法幣的發行額僅增加三億二千萬，二十七年度墊款額八億五千萬，而法幣僅增發五億八千萬，自從二十九年度起，法

幣發行額的增加速度與墊款額差不多相等，二十九年墊款三十億，而法幣增發三十六億，此後，物價猛漲，國家銀行的存款利率，不能追隨黑市利率，人民的儲蓄，大部份改用實物方式，偶然有一部份貨幣儲蓄，也改存入商業行莊，國家銀行無法再利用一般人的儲蓄，於是法幣發行額轉而超出墊款額，三十一年墊款一百六十八億，法幣發行增加一百七十二億，從上述的對比，我們已可看出自從二十九年度起墊款額與發行額，無論誰前誰後，二者的關係，總是亦步亦趨，十分密切的。

八

以上各節，我們根據抗戰時期的史實，證明了法幣與歲虧的關係，過去各年，法幣的價值所以不能穩定，其主要原因，就是財政當局不能利用公債政策以彌補歲虧，以致法幣發行量的增加漫無止境之故，今後我們要整理幣制，必須要打斷歲虧與貨幣之間的連繫，使貨幣的發行，完全根據經濟社會的需要，歲虧的調劑，不成為增減發行額的因素，幣值的穩定，才可確保。

歲虧的發生，原是現代國家理財的常態，在經濟衰落時期，歲虧非但不足畏懼，而且是可以歡迎的，我們的缺點是歲虧與貨幣發行額發生直接關係，中間無主動伸縮的餘地，這是幣制穩定的一大威脅，補救之道，祇有培養人民對公債的消化力，財政當局應該培植公債的信用，引起人民對公債的興趣，同時發展證券市場，使已發行的證券，便於轉手，新發行的公債，便於推銷，直接利用市場游資，以調劑國庫，祇有真正達到這地步以後，歲虧對幣制的威脅，才算真正解除。

二月十八日

泛論中國的利率

吳承禧

一 釋題

利率是什麼，牠由那幾種因素所構成，利率的高低又怎樣決定，這些有關利率之一般性的理論雖很重要，但我不擬在這兒細述。我在本文裏所欲試圖着重檢討者乃在有關中國利率的諸特質，例如：中國利率的不平衡性與惰性，白銀時代與法幣時代利率的波動性與自主性，都市與農村利率的不同，當前的高物價與高利率的關係等等。又本文所稱的利率，主要是指放款利率，存款利率雖偶有提及，但不在本文細論之列。

二 中國利率的不平衡性與惰性

照純理論推斷，資金應當向利率最高的地方流，因此，各地利率在一個相當長的時期中應該逐漸的趨於平衡。但中國則否。中國利率的不平衡至少可以從三方面看出：第一、從國際的範圍來看，中國利率和外國利率不平衡。外國利率低，中國利率高。外國利率以厘計，中國利率以分計，甚至像現在這樣的以角計，但外國資金並不踴躍進來或像目前這樣乾脆不來，這種不平衡的根源當然在於中國市場的不穩定與資金出路的狹隘。因此，儘管中國利率高昂，但如果像目前這樣戰爭持續，外匯統制等現象繼續存在，則高性能的低廉的外資來華的可能性是很渺小的。第二、就中國各地域來說，則沿海沿江地帶的利率一般的比較低下，偏遠地區以及交通比較閉塞的內地則較高，這從中央銀行時常在金融日報上所刊載的全國各重要城

市利率的調查表上可以充份看出。這種各地利率之地域的不平衡性之所以產生，顯然和國內各地經濟之不平衡的發展保有着非常密切的因果關係。大抵工商業比較發達，地方比較安全，資金比較集中，金融機構比較完備的地區，其一般的利率水準比較低下，否則較高。當然，例外不是沒有，如果地方不安靖，工商業不振，資金需求不殷，則雖在腹地或邊區，其利率有反可能比通商口岸為低的。第三、就都市與農村來比，則前者利率水準一般的遠較後者為低。中國農村中的流行利率之高，人所共知，但除了少數點綴式的新式農貸機關以外，都市資金即使過剩，也不常看見牠們能夠大量下鄉。這種偏枯局面之所以形成，不外是由於（一）中國農業投資利潤之薄弱，（二）農村秩序的不安定，（三）農貸辦理之苛細麻煩以及由此而來的新式金融機構的缺乏。除非中國國內安定秩序迅速恢復，新式生產事業普遍開展，半封建性的農業生產能夠有着質的改變，則上述三種不平衡性與惰性勢將無法改善，而作為資本主義國家經濟特質之一的利率的統一性與低廉性，短期內在中國勢亦將無從達到。

三 白銀時代與法幣時代利率的相異性

中國現在用法幣，但一九三五年末以前却是一個用銀為貨幣本位的國家，在這以前和以後，決定中國一般利率高低的因素是頗不相同的。

在實行法幣制度以前，國家金融機構並沒有像現在這樣的

勢力和實力，更沒有像外國中央銀行那樣以再貼現與公開市場運用的方式來調節市場通貨的數量和利率。那時利率的高低，大抵隨白銀數量與資金需要的消長而自然變動，並無人為的控制。那時我們雖然用銀為貨幣，但對銀價的變動却毫無決定之權，銀價下跌，我們銀元的對外價值就相形跌落，即外匯貶值，國內物價往往隨而上漲，國內經濟比較易趨繁榮，國際收支平衡好轉，白銀輸入，通貨數量增加，於是銀根亦比較的趨於鬆動；反之，銀價上漲，國幣匯價增值，國內物價下落，不景氣發生，國際收支平衡逆轉，白銀外流，通貨數量減少，則銀根趨緊。所以，就通貨的供給方面來說，白銀時代的利率充滿了被動性，主要由銀價高低與白銀輸出入的變動而演變，牠雖然也部份的隨着資金需要方面的變化而變化，但白銀時代整個國民經濟的景氣無形中幾皆受銀價的牽制，故那時中國利率之一般的演變是非常的不自主的。

進入法幣制度以後，中國貨幣的本質大變，貨幣量的增減不再受銀價與白銀數量的牽制而可以自由伸縮，國家銀行對於通貨與信用的控制力量大大增加，對於利率的高下自然也就加強了決定權。大家都知道，法幣實行以後以迄抗戰以前這一段短短的時期是近代中國少有一個非常景氣的時期，那時國家銀行獲得了創造通貨的特權，實行了低利率政策，向內地廣設分支行網，配合着當時的經濟建設，自主與自動的調節了通貨的數量，相當的壓低了各地利率的水準，實在是一段值得稱道的史實。

另一方面，在銀本位時代，政府因受白銀絕對量的限制，不能隨意創造通貨，因此，通北京政府與抗戰前的國民政府時代，政府財政赤字的彌補，幾無一年不以發行巨額與優利的內國公債為捷徑，這種高利吸收社會游資政策的行使，一方面促

成了民國以來國內利率水準之逐漸的高翔，另一方面更妨害了社會資金之流入正常生產之路，實在是中國金融史上的一大遺憾。

法幣政策實行以後，因政府對通貨的供給有恃無恐，因此，牠可以不必再以高利來吸收社會剩餘通貨，雖然在抗戰期中政府也並未放棄公債的發行。但另一方面，由於戰時財政政策的不合理，法幣過份膨脹，政府許多年來雖一反過去的高利政策而採用低利政策，近年來的利率水準却非但沒有比以前降低，而且還有增高，這種高物價與高利率的關係，我們在下文還要闡述，茲姑不論。

四 農業性的「利率季節性」還存在嗎？

中國是一個所謂以農立國的國家，因此，在過去，國內利率的升降或銀根的鬆緊往往隨着農業生產的季節而有所變更。十六年前楊蔭溥先生在他所著的「中國金融論」裏就曾以上海的情形對這點做過很好的指示，他說：「上海金融之短期變化，大致可分為六季：其第一季，包括二三兩月，因承舊歷新年之後，銀洋存底既豐，大家商業，復無發動，故謂之金融最寬時期；第二季，自四月至六月，斯時土產之絲繭及茶均逐漸上市，從前復為端節清帳之期，資金需要因之增加，故謂為金融緊急時期；以七月為第三季，此時各業大率清淡，銀洋用途均少，故為金融和平時期；第四季包含八月至十月，在此三月內，江浙棉花，漢口雜糧，東三省荳餅等同時登場，復為舊歷秋節結帳之期，故以此季為金融最緊時期；第五季為十一月，此時與第三季略同，故亦謂之金融和平時期；第六季包含十二月及次年元月，為舊歷年底先後結帳之期，商賈往來，全年交易，均於此時結束，故亦謂之金融最緊時期」。這種金融季節性

的變動，如果我們去翻翻民六以來歷年在銀行週報上所刊載的銀錢業的折息行市是很容易得到具體的反證的。

但是，由於法幣數量之不斷膨脹，由於財政收支對於金融活動所具有的決定性的增強，近年來，這種農業性的金融季節的波動過程業已大大的起了變化。我在去秋經濟週報五卷十六期上所發表的那篇「中國金融的新形勢」中，一開首就曾強調過這一特質，我說：「現在金融的變化，由於金融季節的波動者日少，而由於受財政收支的影響者却反日見其多；軍政的龐大支出，糧食物資的收購，出口結匯，行局貸放，金鈔收買，債券的還本付息，這種種，都足以使都市或農村的資金大量突增，造成短期或相當長期的銀根鬆濫。另一方面，則捐稅繳納，物資拋售，進口結匯，庫券銷行，又在在足以收縮通貨，減少頭寸，造成金融市場之突然緊俏。今日的金銀市場，如果把財政收支的項目剔除，則其活動性能之必將劇形減縮，我想該是誰也承認的吧？正因為如此，所以，今日的金銀活動主要的只是財政收支的副產品，銀根的鬆緊往往隨着財政收支的比差以為轉移」。我這一論斷，如果拿勝利以來上海或其他重要都市中銀錢業或黑市中折息的變動過程來看也是頗符事實的，即季節性的循環已不存在，利率的波動遠比過去頻數，而就一個較長的階段來看，則顯然呈現為一條遞漲的向上曲線，並無向下循環的象跡。為了篇幅的關係，讀者可以從銀行週報或中央銀行月報的統計欄中找到資料來研究，此處且不細述了。

五 高物價與高利率問題

上面說過，近年來的利率水準，一般的呈顯着一種上升的趨勢，這究竟是什麼緣故呢？要想說明這一點，我們必須明瞭高物價與高利率的關係。

可以說，高利率傾向乃是高物價的必然後果之一。為什麼高物價會促使高利率呢？這可以分開幾方面來說：第一是由於高物價產生了一種「重物輕幣」的社會觀念。在這一觀念的支配之下，有物資的人固然不肯輕易的把物資脫手，就是沒有物資的人，也往往要設法去借錢來取得物資，在幣能取物的情形之下，儘管大家的目的不在幣的本身，但作為一時被利用為取得物資的手段，還是不得不被人重視，此即戰時借債哲學抬頭的原因，也是近來想借錢牟利的人之所以特別多與利率因供求關係之所以不得不漸趨上漲的第一個原因。第二、既然大家都重物輕幣，所以，儘管大家都想借錢發財，但錢不一定就容易借到，因為，有錢人也不是傻子，與其取得些微的利息而坐看別人發財，何不自行經營自取厚利呢？因此普通人以為鈔票不值錢，借錢很容易的想法是錯誤的；正相反，幣愈多借款也許愈難，利率也就不得不愈提高。第三、在高物價的重壓之下，金融業的開支日趨浩大，當然也就非把利率提高以資挹注不可。至於一般人因物漲而日趨窮困，因而不得不飲鴆止渴的投奔於高利貸之門，自然也是今日高利貸之所以盛行的主要原因之一。

一般的說，今日的高利率中，一大部份實包含了保險費和貨幣貶值的補償費，但所有這些費用的總和決不能經常的超過一般物價的上漲率，如果那樣，則「利潤」變為零，誰也不願再借債。因此像過去有一時期許多社會人士以為高利率乃是高物價的主要成因的說法是錯誤的；正相反，利率的高度決於利率的幅度，有了從物價不斷高漲中所獲致的高利潤，我們才有利率不斷跟漲的現象應運而生。

按上海一九四六年的批發物價約上漲了五倍半，一九四七年則上漲了約十五倍，平均每月約遞漲百分之廿五，就同一時

期的黑市利率來說，則前者平均每月約在一角三分左右，後者則在一角八分上下，與物價的漲率總相差有一段距離。今年正月一般黑市利率已升為二角五分左右，如果今後的物價復漲不休，則一般利率水準也許比現在還要慢慢增高也是很可能的。

在這兒，有一個相關的問題是應當在此順便一提的，那便是農村利率的高昂與各地農業生產的利潤一般的並不相稱，即後者常遠在前者之下。這種現象之所以形成，當然與中國農業生產的落後與農民生計之普遍的極度貧乏有關，也從此，我們又得以反證何以中國的高利貸是破壞中國農業生產的重要罪魁之一，因為，農民們一經借債，在子母不能相權的壓迫之下，往往要弄得賣田賣地，家破人亡的。

六 今日都市利率的諸相

從各種日報的金融欄或行市表中，我們可以知道，今日都市的利率內容是相當複雜的。下表是二月七日上海金融日報上所刊載的利率表：

中央銀行掛牌

重貼現息 (每千元日息) 〇·六〇 (即月息一分八釐)
放款日拆 (同上) 〇·五〇 (即月息一分半)

銀錢業聯準會掛牌

同業日拆 (每千元日息) 五·〇〇 (即月息一角五分)
存款日息 (同上) 一·一〇 (即月息三分三釐)
放款日拆 (同上) 七·〇〇 (即月息二角一分)
公庫證拆 (同上) 五·〇〇 (即月息一角五分)
暗息(每月月息) 〇·二五 (即月息二角五分)

上表中兩種中央銀行的掛牌利率極低，但這只適用於央行

與中交農三行之間，對市場並不發生關係。銀錢業的放款利率，一種為同業日拆，適用於同行相互借貸，較低，如上表的每日每千元五元，一係對往來客戶所收取的利息，較高，如上表所列的每日每千元七元。公庫證拆息則係聯合準備會對行莊拆放的利率，相同於同業日拆。此外，還有一種暗息，利率最高，則係地下錢莊，私人借貸與中小行莊暗中所流行的放款利率。

除了這幾種利率之外，在上海金融市場上佔有相當重要性的還有兩種與證券買賣有關的利率，一為證券市場內的「套利」利率，一為場外的多空貼息。前者以週論息，常在銀錢業放款日拆上下盤旋；後者以日計算，每日開價不同多頭貼出，空頭貼進，往往為暗息中最高最重的一種，如以二月七日為例，則多頭即須貼出三角六分，空方貼進三角一分半，遠在一般物價上漲率之上。

在國外，中央銀行的重貼現率是市場利率最高的一種，但在當前的中國則恰巧相反。除掉上表所提過的不算，四聯總處所核定的貼放與行局本身所做的貸放，其利率都經常的遠在一般行莊取息的水準之下。但是，由於行局對於一般工商業的貸放關係並不普遍，國家行局雖已奉行低利率政策多年，市面上仍然是暗息橫行的世界，行局利率並不能壓倒黑市利率，相反的，黑市中暗息的高低依然是市上銀根鬆緊的主要指標，就達行莊的日拆也都不能準確代表利率的真正水準。老實說，如果不是因為一般行莊具有票據清算的功能的話，則今日留在行莊手裏的社會資金可能比現在還要更少，黑市利率的支配力量可能比現在還要更大。從這兒，我們也可以看出，今日中國金融的畸形發展實已到了一個可怕的程度，國家行局今後應如何以合理的方式加強與行莊間的聯繫，從而以龐大的資力，透過行

莊的經營，使與工商界的廣大要求相適應，實在是一個非常值得檢討的問題。

當然，都市中還有平民利率，如典當利率，更還有下層社會的利率，如印子錢、標會利率等，但均以非商業性質，茲概不置論。

七 實物利率

以上係就都市的範疇來論利率的，現在，我們再來看當前的農村利率的一般傾向。

中國農村中向來流行着各式各樣的高利貸，這是大家所熟知的。但是，經過了多年戰亂的洗禮，今日的農村金融實已愈形枯竭，即高利貸亦已漸漸減少了牠那過去猖獗的聲勢。另一方面，由於「重物輕幣」觀念的深入民間，農村中的實物借貸現在却遠比過去大為盛行，實物利率亦業已代替了過去的貨幣利率。

大家都知道，法幣的儲藏與交換媒介的機能在今日的農村中是受了大大的損害的。鄉下佬一有錢也就充滿了生意經——囤糧或其他土產，因此，貨幣借貸，即使是高利率罷，也不為鄉下的土財主所樂為，除非是借實物，當然，那所出的實物利率自然也是很高的。

過去內地鄉鎮中還有典當，現在亦已漸少。

過去合會制度在鄉村中到處流行，現已漸漸消滅，因法幣貶值太快，時間不能忍耐。

當然，也有在農村中放款而並不過份苛取利息者，那是因為他們怕將來被清算的緣故。

總而言之，現在在農村裏不大容易借得到錢，即使有，那大部份也屬於實物。這種實物借貸在都市裏其實也有的，例如借金條，還金條，外加小金條，不過不像鄉下那樣是一種主要形態而已。

八 如何始能穩定利率？

從上述種種，我們可以知道，今日中國的利率，有愈趨愈高的傾向，農村中盛行實物利率，都市中暗息橫行，波動頻繁劇烈，中央銀行並未成為市場利率的主宰，利率的主流隨着物價的奔騰而跳躍，過去的季節變動亦已逐漸消失，凡此種種，都是利率沒有走上正軌和不穩定的象徵。

然則怎樣才能穩定利率呢？照我們的看法，利率的穩定有賴於下述四個前提的滿足，即（一）必須打破人民重物輕幣的觀念，（二）須減少借錢牟利的企圖，（三）須使儲蓄重歸行莊，（四）須使金融業的開支不增。而茲四者的實現，顯然又須賴物價幣值的安定，因此，歸根到底，高利率問題的解決有待於一般經濟的好轉與高物價問題的解決。

利率雖小事，但那裏知道牠是和整個經濟問題分不開的哩！

抗戰以來我國外匯管理政策

祝百英

一 引言

我國抗戰時期外匯管理政策之所以能夠施行，是由於民國二十四年十一月四日法幣政策先作準備。在法幣政策實行以前，可以追溯到早自清末開始，晚至中國銀行被指定為外匯銀行為止，我國外匯的經營及其市場的決定權，實際上是大半操之於外國銀行的。多半外匯由外國銀行買賣，匯豐銀行的掛牌，成為匯價的標準指針。法幣政策的實行，使我國法幣建築在匯兌本位基礎上。法幣的法值，是中央銀行的英匯、美匯等牌價。對外匯兌，法定由中央銀行集中買賣。於是外匯的買賣，開始納入中央銀行的市場之內。

當時，中央銀行的買賣外匯，完全依照法價進行，而且是無限制的買賣。這在實質上並沒有對外匯買賣作任何干與：凡依法價，無限制收購，無限制出售。外匯買賣沒有阻礙。外匯法價並沒有強制維持其為高價或低價之傾向，而是聽無限制買賣以維持之。外匯的供求亦沒有加以限制。外匯如果在中央銀行以外作買賣，並無何利益可言，若在中央銀行內買賣，並無何害處可言。所以，即使由於習慣之故，當時尚有若干外匯在中央銀行以外作買賣，則對於整個外匯市場無能為礙。而當時中外銀行亦頗能合作，外匯大都集中至中央銀行作買賣。

這種集中外匯買賣於中央銀行之舉，似乎沒有多大實質上的意義。實則大為不然。當時中央銀行對於外匯買賣雖不加任何限制，但是集中外匯市場這一事實，這一形式，不僅含有重

大意義，而且奠定嗣後外匯措施的無限基礎。外匯市場集中於中央銀行，這就是把外匯市場自外商銀行收入我國國家銀行之手。這是民六以來我國銀行所慘澹經營，企圖收回的業務，所欲逐漸爭取的市場，垂二十年而未成功者，在法幣政策之下，一舉而奠定之。不寧唯是，外匯市場既集中於中央銀行，若欲加以管理，就成為一舉手之事了。

所以說，戰時我國外匯政策之所以能行，是奠基於法幣政策。

二 外匯管理之開始

中央銀行集中無限制買賣外匯的政策，繼續到民國二十六年抗戰開始。在抗戰初期對於外匯買賣還是未加限制，尤其是繼續無限制的供應外匯。這使匯價能夠始終維持着法價不變。但是外匯市場的形勢，却已發生變化。

自民國二十六年七七蘆溝橋事變開始，到八一三上海戰爭爆發為止，其間不過三十六天，而所售出外匯，達七百五十餘萬鎊（當時以鎊匯為主，故以此作計算根據）。這表示兩種內容：一種是資金向外匯逃避，另一種是套匯。後一種行為，愈後愈成為敵偽利用法幣，套取我寶貴的外匯資源，破壞我法幣安定的手段。因之，自八月十六日開始，政府就陸續頒布幾種「非常時期安定金融辦法」，其主要內容是：（一）限制提取行莊存款，（二）限制定期存款通融提取，（三）推進匯劃制度，（四）中中交農四行聯合貼放，（五）小額存款除外。這些措施的目的，是在限制法幣之被用作套購外匯的手段。

這些措施自然祇發生消極作用，祇能限制行莊圈內的法幣，少作外匯的套買，却不能限制行莊圈外的法幣，作繼續的套購。尤其是在民國二十七年三月十日，華北偽中國聯合準備銀行成立之後，敵偽陰謀以不兌現的偽幣，強制換取法幣，轉套外匯，更無法阻止。當時平津法幣頭寸，調至上海，甚至後來有調至香港，作外匯套購者，比比皆是。當時外匯買賣，雖未加以直接管理，可是安定金融辦法，已經限制了法幣頭寸的調動，所以到十一月底時，上海竟發現了外匯黑市。套購和黑市的存在，使外匯不能再作管理了。外匯問題的嚴重性是在乎外匯的供應。如果外匯的供應不再加管理，則外匯資源將枯竭，影響將無限大。

民國二十七年三月十二日公布的「外匯請核辦法」和「購買外匯請核規則」，就是為限制外匯供應而施。無限制買賣外匯之制，就此結束，真正的外匯管理，就此開始。倘若沒有法幣政策下的外匯集中買賣，則開始限制外匯供應，是煞費周章的。

上述外匯請核的兩種文件，是具有劃時代重要性的文件，是三月十二日公布，十四日施行。其主要內容是，凡購買外匯，必須向中央銀行（或中央銀行香港通訊處）申請，核准後始予出售。這就是說，中央銀行對於外匯的需求，可以加以限制，對於外匯的用途可以加以審定。施行手續，包括於財政部致各地的「文漢錢印」電中：「（一）銀行因顧客正當需要須購買外匯時，除於其本行商業所取得及其自有外匯相抵外，如有不敷，得向中央銀行總行或其香港通訊處申請購買；……（五）銀行購取外匯後，中央銀行總行或其香港通訊處得向索取外匯用途清單，以備稽考」。這就是說，自有外匯和購入的外匯，得較不受限制出售外，國家外匯的出售，是完全受限制的。而且對

於售出外匯的用途，有查明其正當與否的權力。

這種權力的使用，曾被認為不甚充分。因為自從東戰場撤退之後，貿易上外匯的需求，在內地者已是很少，而在上海者佔最大多數。「正當」進口的請購外匯，對抗戰後方似乎沒有多大利益可言。所以，核准這種進口外匯，被認為是徒然接濟洋商與滬商，間接的反足以接濟敵偽區的進口物資。這些物資，雖然亦有若干轉入內地，但是為數極少。不過無論如何，這是外匯管理的真正開始。有了這種管理，外匯可以受控制。如果當時對於滬港外匯的出售，比較寬鬆，那是執行技術之不足，不是政策之誤。

進口外匯受管理，出口外匯亦應受管理。同年四月二十二日頒佈的「商人運貨出口及售結外匯辦法」，及五月二十日頒佈的「出口貨物應結外匯之種類及其辦法」，是管理出口外匯的開始。辦法規定：（一）出口應向中國銀行或交通銀行依照規定手續，預諾將外匯售出，取得該行「承購外匯證明書」；（二）向交通部水陸運輸聯合辦事處申請登記，以便託運；（三）然後提出證明書才可驗關出口；（四）指定二十四種大宗出口貨為結匯對象其餘則可以免結。不論出口至國外或轉至淪陷區廠商作必要的原料供應或內銷之需，一律同等辦理。

大體上進出口商尚能遵照辦法買賣外匯。不過戰線綿長，淪陷海口眾多，又有上海和香港兩個特殊地帶的漏洞，因之外匯黑市頗盛。因為出口外匯受收購，進口外匯受限制，外匯的自然供求關係受抑過，黑市必然發生，而法定匯率和黑市匯率之間，必然發生差異。

外匯官價和市價之間發生差別，其影響是進口湧入，出口受阻，外匯逃避。可是由於戰時外匯資源之可貴，又不能放寬外匯供應。這時候，可能的選擇，祇有兩種：一種是放棄滬港

外匯市場，集中力量管理後方外匯；另一種是繼續接濟滬港市場的外匯。站在抗戰利益的嚴格立場言之，前一態度是合理的。若為顧全洋商和滬港華商利益，則取後者。可是後一態度的實踐，確有相當限度，間接資助敵僞的可能。

由於種種關係，主要者當為滬港兩地華洋商界的壓力，政府採取了後一條路。外匯直接管理時期開始於二十七年三月十四日而遂於民國二十八年三月十日終止。在外匯管理之始，外匯已有黑市價，低於每法幣元等於一先令二便士的水準。嗣後逐漸跌價，到管理終止時期，匯價已跌到八便士左右。

二 改採平準基金方法

勉強維持法幣的外匯售價是無益之舉，而任意供應滬港外匯亦是不智，可是匯價却不能令其無拘束的下降，滬港外匯需求自不能全置之不顧，於是就有平準基金的設立。基金設立於二十八年三月十日，由中英兩國銀行分擔撥出外匯充之，所以稱為「中英外匯平準基金」，其分配如下：

- 匯豐銀行 三、〇〇〇、〇〇〇鎊
- 麥加利銀行 二、〇〇〇、〇〇〇鎊
- 中國銀行 五、〇〇〇、〇〇〇鎊
- 交通銀行 五、〇〇〇、〇〇〇鎊

基金共計一千萬鎊，準備在外匯市場上採行買賣方法，以維持外匯水準。當時這一水準，是規定為八便士又四分之一。平準基金之調節外匯供求和匯價，是採取無限制買賣的方式：必要時盡量賣出，然後於市場平靜時補入。可是基金會的外匯供給有限，市場的需求無止境，所以基金的運用，不僅有時而盡，且時常不能阻止外匯市價的下跌。因之基金在運用中，常有不得不停止供應之時，尤其是在二十九年六月以後，基金且幾度

完全停止運用。

為補救中英基金之不足，並慎於運用基金起見，於二十九年七月六日另成立所謂「B種基金」，祇在中英基金減至最低限度，基金會認為必需保留此最低額之時，方運用之以作補充。這B種基金分擔為：

- 中央銀行 美金三、〇〇〇、〇〇〇元
- 中國銀行 美金二、〇〇〇、〇〇〇元
- 交通銀行 美金二、〇〇〇、〇〇〇元
- 匯豐銀行 美金一、〇〇〇、〇〇〇鎊
- 共計 美金五、〇〇〇、〇〇〇元 英金一、〇〇〇、〇〇〇鎊

這兩種基金的運用，是以公開市場為對象。這就是說，祇作必要的外匯買賣，不問其來源和用途。雖然基金為數不多，買賣可能亦窄，但是「不認人」的買賣，與外匯直接管理辦法之請核不同，是大有被套匯及作不必要用途之可能的。當時平準基金活動之受警議處就在乎此。基金有時而盡，其運用亦常受頓挫。

民國三十年四月一日議定的中英美平準基金，其運用態度就大不相同。該基金的組成為：

- 中國方面 美金二〇、〇〇〇、〇〇〇元
- 美國方面 美金五〇、〇〇〇、〇〇〇元
- 英國方面 英金一〇、〇〇〇、〇〇〇鎊
- 共計約合 美金一〇〇、〇〇〇、〇〇〇元

「註」一千萬鎊內包括舊中英基金會的英方五百萬鎊。

基金會定名為「中國外匯平準基金委員會」，成立於重慶，而其運用並未立即開始。為慎重計，基金委員會分別至上海、香港、昆明、桂林各重要都市調查，以決定方針。中間經過相當長的時期。當三十七年七月二十六日，美英兩國封存我國資金之後，外匯市場頓起大波，更證明無選擇的供給外匯市場

為不智。因之，平準方針，就決定為審核標準。外匯固由平準基金委員會供應，但以售予合法商人為限。八月十八日匯豐銀行受權掛牌美匯為五又十六分之五元，英匯為三又三十二分之五便士，就是開始遵循此道。

平準基金買賣外匯方針變更，而其為供應滬港市場則仍如前。這就是說，對於這些市場在原則上依舊供應外匯，祇是限制較嚴，數額較少而已。

這一基金的活動，因太平洋戰爭爆發而終止。

在這一平準基金時期中，基金之出售外匯，其意義重於收購外匯。就理論上講，出售外匯對於滬港進口及後方進口同具意義。不過實際上，它對於滬港進口的意義，遠為重大。而若干後方進口，固亦有經由香港者。不過當時後方的進口，另受貿易方面的限制。

同時，由於進口外匯之自直接管理放寬為基金平準，因之出口外匯亦由限種結匯，逐漸解除售結外匯的限制。二十八年七月十三日財政部公布「出口貨物結匯領取匯價差額辦法」，使出口商依法售結外匯所獲的款額，和向市場出售外匯所能獲得的款額之間的差額損失，能夠得到補償。至於售結的外匯，曾亦減為八成，留二成給出口商自用。

進出口外匯的管理，在這時期中都較為放鬆一下。

在這一時期中，有一個潛伏着的變化，到後一時期才完全明朗化，這就是我國外匯的重心，自鎊匯轉至美匯。這一轉變，開始於中美英基金委員會的成立，祇是當時不十分顯著就是了。

四 重返管理

太平洋戰起，滬港等地淪陷，我國一切對外直接及轉折進

出口貿易路線，除滇緬路外，都受堵塞。進出口的外匯供求，減至無足輕重。外匯支出，包括進口和其他支付，都受嚴格的審核管理。而外匯的收入，包括出口和匯款，都須售結。數額不大，種類不多，管理就不難。

政府於太平洋戰爭爆發之翌年春天，乘外匯價格無力上昇之時，宣布法幣匯價為每美元合法幣二十元，鎊則依鎊元之四比一，定為每鎊合法幣八十元。這是我國正式釘住美匯的開始。因太平洋戰場戰事的初期失利，使這一外匯法價，維持相當時期。

依理，這一時期的外匯管理，十分簡單，祇須一個單純機構執行之就行。可是行政的習慣，使平準基金委員會外匯管理委員會，並存多時。外匯管理委員會管理官用外匯的審核，平準基金委員會管理商用外匯的審核。以這種職權的不同來區分這兩種機構，亦可謂為外匯史上創舉。官用外匯和商用外匯同屬審核，並無平準不平準可言。後來，兩個機構終久合併為外匯管理委員會，統一管理外匯。

在這一時期中，外匯管理本身，並沒有可多敘述之處，倒是所謂外匯黑市問題，相當嚴重。通貨是那一時期開始，逐漸加速膨脹。法幣購買力逐漸趨跌。不過外匯實際用途不多，而外匯資源却十分可觀。太平洋戰起後，美國五萬萬美元的借款和英國五千萬英鎊的借款（後者雖極難動用，必須在英鎊區購貨，事實上幾無可能），形成外匯資源的堆積。以其如此，外匯價格雖漲，却不甚快。然而匯價終久是逐漸上漲了。外匯雖然用途甚少，但是出口仍有，匯款更有可能。法幣購買力下跌，必然反映為外匯價漲。每美元二十元法幣的匯價必不利於出口和匯款。而在這一廉價外匯下，在嚴厲限制進口的條件下，走私入口必然是無所不用其極。美國軍部的發覺巨大「國際

空運走私團」就是一例。

外匯黑市就此旺盛起來。這一時期的外匯黑市，分為兩種性質，一種是匯款（外匯的「供」），和走私進口所需外匯（「求」）間的交易，以互相撥付形式出之；另一種是美鈔的買賣。美國軍事人員濺增地進入我國後方，帶來源源不絕的美鈔。他們不能不攜帶美鈔的苦衷，是由於法定匯率過低。這是各地人士追求美鈔作為保值的最好對象。因為當時匯票的需要終久較美鈔為少，所以黑市美鈔竟較黑市美匯為貴。逐漸的，美匯成為投機的對象。

為了黑市，或者更正確些說，為了外匯官價和市價的差別，曾經引起了不少糾紛和爭論，請求和考慮。即使由於對外運輸路線的實際堵塞而毋須于進出口外匯的買賣，可是匯款仍是嚴重問題。在官價匯率下，匯款愈弄愈成為不可能之事。於是為了僑匯，曾經先後有每美元津貼所謂為百分之百，即法幣二十元，及津貼法幣四百八十元（實即每美元合法幣五百元之謂）的辦法頒布。

當時法定匯率的維持，除影響僑匯外，對於國內原沒有多大作用，而對於國際清算，却發生重大作用。友邦對我的租借，我國有對友邦的「回租借」償還之，如美軍在華用費、購買、建築等等。兩者須互相清算。我們板住官價不變，在這方面可以佔到不少便宜。這是官率維持的真正意義。

在這一時期中，在外匯上且形成一種特殊現象，就是匯價變動的速度和幅度，較之其他匯率如物價的變動，大為脫節。匯價變得慢變得少，物價變得快變得多。這一匯價和物價的變化，其影響尚遺留至今。考其形成原因，是因為當時外匯需求之少，使匯價無力作充分的提高。這曾經引起不少驚奇，引致不少專家學者的迷惑。多少現成的理論，都失去效用。

如果說，在前一平準基金時期，我們未能盡平準的能事，則在這一管理時期，則又過分機械主義，而不能機動運用管理。

五 戰後外匯開放

我國外匯管理政策的轉變，似乎都不是自然演變而成，而是由於外來因素的作用，突然推進的。在反攻戰場尚未充展開之時，日本受原子彈的影響而突然投降，這使我國於一夜之間，遇到國際貿易路線即可暢通的前途。在太平洋上復員軍運一度忙亂之後，經常的商運，可以開通。國內生產和消費物資的缺乏，特產之急需出口，使外匯政策，不得不有急速的轉變。民國三十五年三月四日實施的「開放外匯市場」政策，就是為適應這一需要而施。該案於二月廿五日在國防最高委員會通過，三月四日實施。

「開放外匯市場」的內容，包括於「開放外匯市場案」、「進出口貿易暫行辦法」、和「中央銀行管理外匯暫行辦法」三文件中，及其以後的細則中，主要內容是在乎：（一）訂定貿易辦法，把進出口貨物列成禁止進出口、自由進出口和特許進出口三種，其中禁止和特許部份，佔極少種類，大部商品可以自由進出口；（二）撥定五萬萬美元作為外匯基金，以供應外匯的需要；（三）指定銀行二十七家，買賣外匯，除以自有外匯供買賣外，如有不足，中央銀行得供給之；（四）改訂匯率為每美元合法幣二、〇二〇元。

戰後貿易可以恢復，外匯自須開放。開放外匯的關鍵，在乎：（一）許可進口的貨物種類及數額，（二）中央銀行供給外匯的幅度，以及（三）匯率。出口需要盡量獎勵，自然毋須多加限制。進口情形却大不相同。友邦戰時生產力提高，生產大量過剩，物價水準甚低；而我國生產破殘，物資不足，物價水準高

昂。倘若進口的限制不得其法，則物資雖一時充裕了，而本國生產就遭了不可挽救的殃。物資充裕固可緩和物價上漲（外匯開放後確曾發生這種影響），亦可減輕幣價下跌趨向，但是亦足以膨脹消費和摧殘國產。後者就是這種開放政策被垢病之處，此其一。外匯有責有買。中央銀行對外匯的供應是規定「應酌察市場情形，並依照供求實況，隨時供給或收買外匯，以資調節而防止過度之波動」（見「開放外匯市場案」）。中央銀行對於外匯是可以供應，亦可以不供應的。而依據監察院於三十六年十月九日所發表的報告書觀之，在整個開放時期中，由中央銀行和指定銀行所售出的外匯，合計約等於四萬萬五千四百六十五萬美元，幾乎等於外匯基金的全部。自然這裏指定銀行所售出的外匯，尚有其自有外匯及收購外匯在內，但是為數決不甚多。這是證明，中央銀行外匯的供應，有嫌寬鬆之處，沒有作必要的合理的差別待遇，此其二。匯率則關係出口和僑匯頗大。硬性匯率總是不能長久裨益出口和僑匯的，此其三。

外匯開放的原則，並沒有錯誤，缺點是在開放的對象和幅度。而在既定的開放政策下，執行技術更屬重要。執行不得其法，結果可以和原旨相反。在這一外匯開放時期中，真正足以促進生產所需的物資，及生活急需物資，其進口並不踴躍，大量湧入的反是些輕巧消耗品。這不是原則之誤，而是方法和技術的拙劣。倘若外匯開放時期，進出口貿易表能夠訂得較為嚴明，中央銀行供應外匯市場，亦有所選擇，匯率能夠機動運用，則不僅外匯收支不至過份逆轉，而且充裕物資的結果，將是國內工商經濟的復興。

六 重返緊縮

這一開放政策繼續五個半月，至八月十九日，開始第一步

轉變，即改訂匯率為三、三五〇。匯率的改訂，使進口略難，但是國內外物價水準的差異，使匯率改訂的作用不大，影響不久。不過八月十九日匯率之調整，是表示外匯管理的收緊。到十一月十八日，貿易辦法修正，頒行「修正進出口貿易暫行辦法」，這是第二步收緊外匯的管理。修正辦法，把進出口貿易分列六表：（一）附表一的生產器材許可進口類，（二）附表二的原糧食料限額進口類，（三）附表三甲的製成品許可進口類，（四）附表三乙的暫行禁止進口類，（五）附表四的禁止進口類，（六）附表五的禁止出口類。

貿易辦法加嚴，進口則需分類審核，外匯支出就立即減少。據監察院報告，自三十五年十一月十八日至三十六年二月十五日的三個月期間，中央銀行和指定銀行所售出的外匯，共計約僅合美元二千四百五十萬元。外匯供應收縮，黑市難免較為活躍，是則匯率的作用就日趨重要。在這短短三個月內，黑市匯率放長的速度，較前半年為快，這影響出口及僑匯極大。

所以，在技術上，這一時期的政策，又有兩種缺點。第一是進口貿易分類不夠嚴密，審核不夠適合國內工商經濟，尤其生產經濟的需要。第二是匯率毫不機動，而這時期的匯率機動性更屬重要。

七 商用外匯之開放

終久，於三十六年八月十七日，「修正中央銀行管理外匯辦法」公布。外匯法價另設「基準率」，可以隨時變動。商用外匯買賣的調節機構，為另立的「外匯平衡基金委員會」。外匯第一法價，即每美元合法幣一萬二千元者，作為官用率，及棉花、米、麥、麵粉、煤及焦煤的限額進口用率。

基準率是機動匯率，藉其變動，以吸收出口外匯及僑匯，

免致進入黑市，庶幾消滅黑市的作用；同時，可以限制進口及其他外匯支出。

外匯平衡基金原為平衡外匯收支及穩定外匯匯率之需要。新平衡基金委員會的作用，似乎不盡如此，有類太平洋戰事發生前後的中美英外匯平衡基金，專事處理商用外匯。進出口及其他外匯收支，另有機構審核。機構上頗有疊床架屋之處。貿易審核、官用外匯審核和商用外匯審核，分道揚鑣，各自為之。

基準率開始於八月十八日的每美元合法幣三萬九千元，其後以迄年終，變化如下：

月	日	每美元合法幣元	每次增(+)減(-)%
八月	十八日	三九、〇〇〇	(—)
八月	二十一日	三八、五〇〇	(—)
九月	三日	三八、〇〇〇	(—)
九月	六日	四〇、〇〇〇	(+)
九月	十一日	四〇、五〇〇	(+)
九月	十八日	四二、五〇〇	(+)
九月	二十六日	四六、〇〇〇	(+)
九月	二十九日	四九、〇〇〇	(+)
十月	九日	五五、三〇〇	(+)
十月	二十四日	五五、〇〇〇	(—)
十一月	四日	五九、五〇〇	(+)
十一月	二十日	六四、五〇〇	(+)
十一月	二十五日	七三、〇〇〇	(+)
十二月	十九日	八三、〇〇〇	(+)
十二月	三十日	八九、〇〇〇	(+)

基準率的變動，除表示作若干姿態式的進退外，大體是繼續放長，而且是遞增的放長。這不僅不是基準率變動之過，而且還不得不說基金率變動得不夠快。通貨是在加速膨脹，法幣購買力是在加速下降，則法幣的對外購買力，必能亦加速下降。這可以從黑市匯率的變化證明之。黑市匯率的變動並不是全

屬投機性的，亦有屬於法幣對外購買力之反映的。平心靜氣而論，基金會不敢輕于變動基準率，尤其在初期時候，其所顧忌之處，一如發大鈔。基準率若更機動些，則外匯更易收購，黑市更難獨振，取締亦更易生效。

這一時期的開放商用外匯原則，並無錯誤，而其缺點在乎步驟不齊，運用技術不足。商用外匯開放了，而貿易辦法及進口貨物分類，未加修訂。貿易辦法時常配不上外匯辦法。而基準率的運用，亦過份慎重遲疑。

八 管理外匯問題

自從抗戰開始以來，我國外匯是採取管理政策的，這是無可非議之事。管理政策不能一成不變，需要隨環境條件的變化而變化，這亦是必要的。但是管理有其遠大的目的，和貫徹統一的原則，其實施應具備靈活配合的技術。否則，管理會較不管理更多弊害，每一種管理即會造成一種逆流。外匯管理會使外匯黑市猖獗；貿易管理會使走私熾盛；欲吸收外匯，反致外匯枯竭；欲保障貿易，反使貿易凋零。

根據上文分析，我國戰時外匯管理，問題頗多。第一個問題是政策不定和不統一。外匯開放，應有開放限度，不能如香港委員會之捨本求末般祇顧接濟滬港市場，亦不能如戰後初期那樣無選擇的自由進口。外匯緊縮，亦有緊縮限度，不能如太平洋戰起後一時的刻扣，亦不能如戰後外匯緊縮時期之不顧生產利益，祇顧限額不限額。外匯政策所宣示的原則，往往並不與條文精神相符合。

而外匯政策是和貿易政策不可分離的。不寧唯是，貿易政策足以決定外匯政策的意義。可是我們的外匯政策和貿易政策總是先後參次，兩者缺少配合。戰後貿易開放和外匯開放，沒

有估計到外匯資源和外匯來源的可能。而外匯供求關係的控制，往往祇求助於匯率的改訂，而缺乏貿易辦法的修正以配合之。三十五年八月十九日匯率的改訂，並不伴以貿易辦法的修正。到十一月十八日貿易辦法修正，又不徹底，運用不能自如，而此後，匯率又未即加變動。等到三十六年八月十八日基準率設立之後，貿易辦法又不變動，以致保留着一個龐大的輸出入貿易管理委員會，這樣龐大的執行機構，任其充作決定貿易國策的權威。該會實際上把進出口貿易種類隨時加以去捨修正。結果是，進出口的倚重倚輕，多不合國家需要，亦有損正常工商發展。

外匯政策在開放時似乎特別開放，在緊縮時似乎特別緊縮，而實際上却另是一回事。開放時使消耗品充斥市上，緊縮時使生產用品不能輸入。貿易政策則似乎不求配合，政策似乎沒有健全合理的骨幹。

而外匯政策的第二個問題是政策運用之不得其法。開放外匯應為生產用品和必要物資而施，實際上却背道而馳。緊縮外匯應對不急需的進口而施，往往又不如如此。匯率自三十五年三月四日改訂後，原可活動，却硬性釘住不變。甚至在採取基準率之後，還是不夠機動，且還保留一個第一官率，使基準率成為第二官率，却又不採行等級匯率之名，而行等級匯率之實。外匯既由直接管理制改為平衡制，則不僅對於進出口外匯的數量可以予以調劑，而且對於進出口外匯的種類，亦可加以調整。進出口業方面所一再呼籲的所謂進出口外匯連鎖制度之意，平衡基金會原可相當執行之。祇聽見天天為這問題研討折衝，而何不藉平衡機構以實踐之。這原是平衡機構應負之責，外匯政策既定了，不管政策是好是壞，運用上總該盡其責任。可是偏是運用技術拙劣，倒反常常作出不良的運用，招致各種弊竇。

第三個問題是匯率的混亂。為了匯率究應多高，以及應否常變，從後方關到復員區。什麼自然水準，經濟水準，購買力平價，各種理論，應有盡有，却忘記一點，就是通貨在膨脹，在加速膨脹，則法幣的對內對外購買力，必然隨之下降。稱這

種下降為貶值也好，跌價也好，總之是法幣價率的趨下。在這一問題下，若要匯率不變或少變，則除非準備着無限制外匯頭寸，實在是緣木求魚。實則即使外匯頭寸可無限制，亦不值得如此浪費。匯率應有及時的變動，其變動應達到相當的幅度，這是法幣購買力下降下無可奈何之事。這一點認識似乎人人知之，却多不願表示之，更不願據此以決策，以行動，這實是培養外匯黑市的溫暖條件。

第四個問題是有關外匯機構的疊床架屋和各自為政。貿易管理機構和外匯管理機構的職權有交錯重複之處，亦有互不相謀之處。在貿易開放之時，貿易毋須機構管理。在貿易受限制之後，因為進出口貨物種類制度不嚴密，以致設立巨大機構執行之。倘若貿易貨物種類與數額能夠嚴密規定，則祇須海關檢查就行了。至少，若干種類的貨物，毋須設機構以審核之，如生產器材進口，本可任其自由，而貿易機構所奉行的政策，往往不能與外匯機構的政策相呼應。我國之先有機構然後找事做的習慣，使機構必然駢枝重疊，職權割裂，不相調和。

最後一個問題就是自備外匯問題。自備外匯，用之於進口，本來不受禁止的，祇要合乎進口種類。在戰後為了取締外匯黑市，忽然把自備外匯進口禁止了。一方面，正在提出利用國人存外資金方案，另一方面，却禁止自備外匯進口物資。兩方面的矛盾，無法解釋。說是自備外匯若允許用之於進口，將助長黑市，則不知究竟黑市之所以應受取締的目的為何？取締黑市當然不是為取締而取締，是為其為害而取締之。如果自備外匯的進口限於如生產器材等重要和急要物資的進口，則生產器材的外匯黑市，其為害何在？外匯如果都流到黑市去供應生產器材進口之需，這會有害嗎？或者，把若干次要物資進口，加以限額，如三十六年第四季限額輸入中的電影片和汽車五百輛，令其自備外匯進口，這正可以節省國家外匯。這類輸入既有限額，即使在黑市中求取外匯，以其額子有限，其「為害」幾何？指定若干種輸入，可以自備外匯為之，該是解決之道。

所以，外匯問題的合理解決，必須正視現實，毅然為之。

民國三十六年度我國之對外貿易

壽進文

一 一年來的進出口貿易

(甲) 貿易數值

據海關總稅務司署編印的一九四七年各月「中國進出口貿易統計月報」，該年一至十二月各月進出口數值如下表所列：

月份	進口淨值 (國幣千元)	出口淨值 (國幣千元)	出入 起 (國幣千元)
一月	一五〇,六五五,四三六	四八,四七五,三九九	(一) 一〇二,一五〇,〇九九
二月	二六,八八八,七六一	九一,八八三,一四四	(一) 一三五,〇〇六,六三七
三月	四三〇,〇〇〇,〇三三	一四四,九八五,四三三	(一) 二八五,〇一四,五八〇
四月	五三〇,四六一,七三七	三三〇,九三三,四六四	(一) 三〇九,五三九,二七三
五月	五三二,三九二,七六三	四一五,一三一,八六四	(一) 一〇六,二六〇,八九九
六月	五三三,四六六,四三〇	二六六,七〇八,一五〇	(一) 二六六,七〇八,一五〇
七月	七二一,六六八,三三八	三三六,九六一,二五七	(一) 四八四,六七七,〇九一
八月	九三八,五二〇,九五四	四七八,〇九八,五九五	(一) 四八〇,四二二,三五六
九月	一,四四〇,五六一,九九八	二八六,七五五,七六六	(一) 一,一五三,八〇五,六三二
十月	一,七四六,七六六,二八七	五三〇,〇〇〇,四九二	(一) 一,二一六,七六五,七九五
十一月	一,六七八,七〇〇,三九七	一,五六〇,三三四,〇八二	(一) 一,一八八,三四六,三三五
十二月	一,九七三,三三三,〇四九	二,一六〇,〇四八,七五三	(一) 三三三,八二六,七〇四
共計	一〇,六六一,三三六,五七四	六,三七六,五〇四,二九七	(一) 四,三〇四,八三二,二七七

從上表中，我們無從分析一年來對外貿易的消長，因為進出口淨值及入超額均以國幣表示，即海關係根據進出口貨的起岸價格和出口貨的離岸價格，分別以外幣按照當時匯率折成國幣計算，而一年來外匯率變動甚大，國幣數字自不能代表進出口貨的實際價值。

為比較正確地表示進出口貨物的價值，應以國幣數字還原為外幣數字，現在我們為簡便計，將一九四七年一至十二月各月進出口貿易淨值，均按各月平均美匯率折成美元表示。美國物價也在繼續漲中，從而美元價值也在貶值，但與國幣相形之下，美元仍為比較穩定的貨幣，因此也比較能夠正確地表示進出口貨物的價值。

茲將一九四七年一至十二月進出口貨值以美元表示如下
(單位：美元) (註)：

月份	進口淨值(美元)	出口淨值(美元)	出入 起(美元)
一月	四四,六九六,五九三	一四,三六四,五七三	(一) 三〇,三三二,〇二〇
二月	三三,〇九〇,〇五五	二六,三三七,三九九	(一) 六,七五二,六五六
三月	三五,三五二,一九九	一一,八八四,四五六	(一) 二三,四六八,七四三
四月	四二,六六二,二四九	一七,三九九,三三四	(一) 二五,二六三,九一五
五月	四三,七三六,五六五	三四,〇二六,三五九	(一) 九,七一〇,二〇六
六月	四三,六四五,八六三	二二,八六二,〇六七	(一) 二〇,七九三,七九六
七月	五九,一五二,六九五	一九,四三三,七四四	(一) 三九,七一九,九一〇
八月	五三,〇六六,四八四	三七,〇〇七,七九〇	(一) 一六,〇五八,六九四
九月	三三,三五六,六〇三	六,八三六,四一〇	(一) 二六,五二〇,一九三
十月	三三,三三〇,三七〇	九,七七三,九四六	(一) 二三,五五六,四二四
十一月	二六,五九一,七三三	二,七二八,七〇〇	(一) 二三,八六三,〇三三
十二月	三三,八二五,三七〇	二七,〇八五,四二四	(一) 六,七四〇,三四五
共計	四八〇,五五六,七五七	三三〇,五三三,九八二	(一) 一四九,〇二二,七七五

(註)按照一九四七年各月平均美匯率，一至十二月國幣千元折合美元如下：
一月 〇·二九六七四；二月 〇·一九八三〇；三月 〇·〇八一

七；四月 ○·〇八一七；五月 ○·〇八一七；六月 ○·〇八一七；七月 ○·〇八一七；八月 ○·〇五九四；九月 ○·〇二三八五；十月 ○·〇一八四四；十一月 ○·一五八四；十二月 ○·一八八〇。

從上表中，可知一九四七年十二個月間，輸入共值四億八千餘萬美元，輸出共值二億三千餘萬美元，入超近二億五千餘萬美元。但由於出口商為減少按官定匯率結匯的損失，常將出口價格報低或報低貨物等級，我們假定平均報低百分之二十；而進口方面，其貨值也有依進口口岸的躉發市價計算的，我們假定進口貨值由此而偏高百分之五。如根據上述假定的比例而將一九四七年的進出口貨值加以修正，則輸入約為四億五千餘萬美元，輸出約為二億七千餘萬美元，入超約為一億八千餘萬元。

以上係就一年來進出口貿易總值加以檢討，如分析其逐月變動，則一九四七年八月以後，進口貿易數值即呈遞減現象，該年一至八月，除二月下半年及三月份因官價匯率與黑市匯率較為接近，輸入利潤降低，從而影響三月份進口減少外，其餘各月，進口數值一般在四五千萬美元左右，而九月即降至三千四百餘萬美元，至十二月更續降至二千二百餘萬美元。八月以後進口減少的原因，主要在輸入限額制對於減少進口的作用已逐漸顯露。一九四七年附表(二)類貨品的輸入限額，第一季為九九、七〇〇、〇〇〇美元，第二季為七二、六一〇、〇〇〇美元，第三季為六七、八七三、〇〇〇美元，第四季為五三、三九三、〇〇〇美元。

在出口方面，一九四七年一至八月，除五月份因外匯率于二月間由三、三五〇元提高至一二、〇〇〇元，使過去因匯價偏低積存產地無法輸出的貨品，陸續運達口岸而大量出口，從

而五月份出口數值突增外，其餘各月，出口數值一般在一二千萬美元左右，但九月即降至六百八十餘萬美元，十月為九百七十餘萬美元，出口貿易減退的情形也很顯然。蓋因八月十八日起，進出口貿易結匯雖改以平衡會公布的外匯市價為基準而結匯，但九月下旬起外匯市價與黑市匯價的差距逐漸增大，使外匯改制予出口貿易的有利刺激不能充份發揮，而國內戰爭的擴大，也使出口貨品的產運受到莫大阻礙，致使出口貿易在八月後即呈現激減的趨勢。十一月兩月出口貿易情形之又趨好轉，主要由於為掉換印棉及爭取外匯而輸出的疋頭突然增加之故，不過此兩月的出口數值，亦仍與八月份相彷彿而已。

由於進口的減少同時伴隨着出口的減少或停滯，除十二月份因出口突增，致使該月出超四百二十餘萬美元外，其餘各月仍為入超。至一九四七年各月國幣進口數值對出口數值之比，如下表所列：

月份	進口對出口之比	月份	進口對出口之比
一月	三·一一	七月	三·〇五
二月	二·六五	八月	一·九六
三月	二·九七	九月	五·〇二
四月	二·四七	十月	三·二九
五月	一·二六	十一月	一·〇七
六月	二·〇〇	十二月	〇·八四
		平均	一·六七

(乙)貿易商品

一九四七年一至十二月，進出口貨品數值列前十位者，如下表所列：

貨名	進口淨值(國幣千元)
棉花、棉紗、棉線	一、九八二、二六四、一六七
燭、皂、油、脂、蠟、膠、膠、松香	一、六五七、〇二六、四九三

機器及工具
 金屬及礦砂
 書籍、地圖、紙、及木連紙質
 化學產品及製藥
 雜貨

車輛、船艇
 染料、顏料、油漆、凡立水
 雜類金屬製品

其他

合計

貨名

油、蠟

動物及動物產品

疋頭

紗、線、編織品、針織品

礦砂、金屬、及金屬製品

紡織纖維

荳

茶

雜貨

化學品、化學產品

其他

合計

出口淨值(國幣千元)	八八二、八五六、五七三
一、二二二、〇四二、八三四	七九〇、八〇二、三八六
一、一九〇、一五七、三六六	六五三、一五〇、〇九九
一、〇八二、七五三、九八七	六四九、三一三、四五八
五二八、八一七、七九一	五八五、五三四、四一九
三四二、七九一、〇八二	五六九、七〇八、〇八二
二九七、二七六、一七九	四九一、六九一、一二三
二二六、五三〇、四三〇	四二一、九三二、二五九
二三〇、一七二、一〇一	一、九九七、〇四八、五一五
一九五、四五四、五七九	一〇、六八一、三二六、五七四
一二三、七五七、二六七	
九二六、七五〇、六八一	
六、三七六、五〇四、二九七	

上列前十位的進出口貨品數值，合計各佔進出口貿易總值的百分之八十以上。在進口貨品方面，主要為棉花、柴油、汽油、煤油、機器、染料、印書紙、鐵道機車、汽車、藥品、化工原料、鋼條、鐵軌等等，這些都是工業原料和工業製成品。在出口貨方面，主要為桐油、豬鬃、豬、茶油、棉布、鹽、家禽、綢緞、黃豆、茶葉、錫、鮮蛋、錫、綿、棉紗、廠絲等等，除棉布、綢緞外，都是農礦原料品和半製品。

因此在一九四七年對外貿易商品性質上所顯示的，中國仍不脫經濟落後國家的貿易形態，即向工業國家供給農礦原料，同時成為工業國家工業品的銷售市場。值得注意的是經過連年戰爭之後，中國農產原料不能自給的程度愈益增加，棉花躍居進口品的首位，即是最顯著的例證。

(丙)貿易國別與關別

一九四七年一至十二月，進出口數值佔前五位的主要對華貿易國家，有如下表所列：

國別	進口淨值(國幣千元)	百分比
美國	五、三五六、五三七、二九七	五〇·一五
印度	九六五、一二七、五七四	九·〇四
英國	七三二、五〇一、〇九九	六·八六
加拿大	四〇五、八五五、五四二	三·八〇
伊朗	三九五、七七八、九六三	三·七〇
其他各國	二、八二五、五二六、〇九九	二六·四五
合計	一〇、六八一、三二六、五七四	一〇〇·〇〇

國別	出口淨值(國幣千元)	百分比
香港	二、一七九、三七三、五〇六	三四·一八
美國	一、四八六、一七六、八六三	二三·三一
英國	四一八、三四一、五三五	六·五六
亞丁、亞林等	三二二、〇八三、七三二	五·〇五
菲律賓	二一四、四七五、二九二	三·三六
其他各國	一、七五六、〇五三、三六九	二七·五四
合計	六、三七六、五〇四、二九七	一〇〇·〇〇

關別	進口淨值(國幣千元)	百分比
上海	七、九八六、九八七、一六四	七四·七七
九龍	八三七、三七八、四一五	七·八四

下表所列：

至于一九四七年一至十二月各關的進出口貿易數值，有如下表所列：

天津	四五一、八二八、三〇七	四・二三
廣州	三六二、三八三、三九一	三・三九
香港島	二三〇、〇九二、〇三〇	二・一五
其他各關	八一二、六五八、二六七	七・六二
合計	一〇、六八一、三二六、五七四	一〇〇・〇〇
關別	出口淨值(國幣千元)	百分數
上海	三、八五一、〇三七、三九二	六〇・三九
九龍	九〇三、四〇三、一七四	一四・一七
廣州	五〇七、七八二、五二〇	七・九六
天津	五〇五、五三二、二六九	七・九三
香港島	一〇八、八〇七、一九〇	一・七一
其他各關	四九九、九四一、七五二	七・八四
合計	六、三七六、五〇四、二九七	一〇〇・〇〇

(丁)走私貿易

在外匯與貿易管制之下，貿易走私原難避免，而中國的貿易走私利用特殊勢力的庇護，又兼海岸線遼長和緝私效率的不強，因此走私的規模和數值都非常鉅大。據報載(三十六年十一月十五日新聞報)：一九四七年一月一日至十月二十日，「全國各海關緝獲大小走私案件，共達一萬七千八百八十六件，私貨總估值一千四百五十餘億元」。茲將各海關緝獲走私案件統計數字列表于後：

關別	走私案件	私貨估值(國幣千元)
江海關	二、三八三	四九、〇二八、九四二
台北關	一、六一三	一九、四二九、五〇二
粵海關	三、六五四	一六、四一九、三八四
九龍關	三、三七六	一三、七四一、七六四
廈門關	五二一	九、三一三、三七四
津海關	六四三	五、七五四、三三一
膠海關	七八一	五、二七六、九一二
江門關	五二一	五、一七三、二八五

潮海關	五一四	四、四七八、四七三
閩海關	七二七	三、六九四、六六一
其他各關	三、〇六三	一一二、八八七、二六一
共計	一七、八八六	一四五、一九六、八八九

各海關所緝獲的私貨估值，雖僅佔同期進出口總值百分之一・五，但連同未經緝獲的走私貨，其數值就必甚鉅大。

據吳元黎氏估計(經濟評論二卷十九期)，一九四七年全年，中國由香港與澳門兩地的走私輸入，數值為三億二千六百萬港幣，其中由香港輸入為二億八千五百萬港幣，由澳門輸入為四千一百萬港幣；至同期經香港澳門兩地的走私輸出，其中經香港走私輸出者，為六千一百十九萬港幣，經澳門輸出者為四千六百八十一萬港幣，共計走私輸出一億零八百萬港幣。

二 與三十五年度的比較

一九四六年是戰後重開對外貿易後的第一年，該年各月進出口貿易數值，按照各月平均美匯率折成美元如下表：

月份	進口淨值(美元)	出口淨值(美元)	入超(美元)
一月	七、三六三、四三五	四、三三九、五五三	三、〇二三、八八二
二月	八、一九二、七七一	三、二八八、九八一	五、九〇三、七九〇
三月	二、一三七、三三五	四、五三三、一八九	一六、五九四、〇四六
四月	四、六三二、四三四	三、七〇九、三〇八	四三、五〇三、一六六
五月	四、三三九、四七九	九、七〇三、〇〇七	三四、六六四、四七三
六月	六、七四〇、〇八一	八、九九八、八九三	五八、八三〇、一八九
七月	五、四六〇、九三一	一四、九三三、三〇六	三九、六三六、七三三
八月	五、六一五、八三三	二四、六七四、二六七	三二、四六六、五五五
九月	七、三九六、四九九	一九、九九七、四〇八	五三、九七七、〇五一
十月	六、〇五三、五八〇	三三、四〇五、二七七	五五、六四七、三〇三
十一月	六、七四二、〇六六	二二、三九二、三三三	四六、四〇四、七六四
十二月	四、六四七、五二二	三三、〇〇四、三六八	三四、四六七、一三三
合計	五、六〇、五七六、八二四	一四八、八七九、八〇八	四二、七〇〇、〇二六

將一九四七年一至十二月進出口數值與一九四六年同時期相較，進口方面計減少百分之十四，出口方面增加百分之五十三，入超額則減少了近百分之三十八。

一九四七年出口數值所以較一九四六年增加八千餘萬美元，並非表示該年出口貿易有顯著增進，蓋對外貿易于一九四六年三月始行重開，而各地因生產交通尚未全復，產地出口貨數個月後始行陸續集中口岸外運之故。至一九四七年進口數值所以較一九四六年減少八千餘萬美元，當然是由于一九四六年十一月間開始管制輸入。所以入超方面，一九四七年也較一九四六年減少一億六千餘萬美元。

在貿易商品方面，一九四六年曾列居進口貨前十位的菸草，以及毛及其製品兩類，因受輸入限額的限制，到一九四七年已退居前十位之後，而為機器及工具，以及雜類金屬製品兩類所取代。出口貨方面，在一九四六年曾列居前十位的藥材、及生熟皮、皮貨二類，因為這幾項商品的生產衰落，到一九四七年也已為荳、及化學品、化學產品二類所代替。

至對外貿易國別，在進口方面，這兩年來位居前三位的國別並無變更，即仍為美國、印度、與英國，惟一九四六年曾居第四、五位的香港與巴西，到一九四七年已為加拿大及伊朗所代替。在出口方面，美國在一九四六年曾居第一位，到一九四七年已為香港取代，而降居第二位。值得注意的，蘇聯亞洲各路在一九四六年曾居第四位，翌年已退居前五位之後，而為亞丁、丕林等取代，印度亦已為菲律賓所代替。

上海在全國對外貿易中的地位，在總進口中所佔比例，已由一九四六年的八五·三三%，減退至翌年的七四·七七%，同期在總出口中所佔比例，也由六一·九五%降至六〇·三九%；上海在進出口貿易方面地位的衰退，表示貿易商品有取道華

南進出的趨勢，部份是由于交通關係，最大原因還是在于企圖走私，這是值得深切注意的。

三 貿易政策的演變

自一九四六年八月間對美匯率由二，〇二〇元改訂為三，三五〇元後，匯率歷久未變，而國內物價則繼續漲不已，因此這種匯率成為大有利於進口，而大不利於出口。政府有鑒于此，有意調整匯率，但又顧慮貶低匯率之將刺激物價，于是改採變相貶低匯率的政策，即于一九四七年二月六日起，對於出口貨品結匯時，就其輸出價格給予百分之一百的補助費（東北九省及台灣輸出貨品在外）。此項補助費之籌措，政府并決自同日起，對於進口貨品依海關估價，徵收從價百分之五十之附加費，僅附表（一）之全部機器及生產用品，以及附表（二）之米，小麥，小麥粉，煤及焦炭，棉花，肥料及硫酸銨均予免徵。

這辦法施行未久，由于金鈔暴漲風潮發生，及國外的反對，施行僅十一日即告廢除。在二月十七日公布的「經濟緊急措施方案」中，關於發展貿易事項，規定中央銀行牌價自即日起，以法幣一萬二千元合美金一元。按之當時情形，一二，〇〇〇元的對美匯率，已與黑市匯率相近，政府預計已可以限制進口和鼓勵出口，並吸收僑匯，但仍由于國內物價的繼續漲，及不久之後黑市匯率又與官價匯率發生距離，預期的成效未能顯著。

政府遂即于八月十九日起改採機動匯率制度，于官價匯率之外，另由外匯平衡基金委員會決定外匯市價，今後輸出貨品改按市價結匯，輸入物品仍採輸入許可制，其所需外匯，除米、麥、棉花、麵粉、煤及煤焦這五種民生日用必需品，准由中央銀行供給官價外匯外，其餘准憑證向指定銀行按照市價結購

。同時將管制機構輸入臨時管理委員會，及輸出推廣委員會，合併為輸出入管理委員會，改隸于行政院。

平衡會首次公佈的美匯市價，其基準價為三萬九千元，與當時黑市匯價亦仍相當接近，但迨九月第二週起物價發生該年度內第四次週期波動後，該月下旬黑市匯價亦大起波動，而與外匯市價的距離又日見拔開。結果僑匯固依然逃避，出口貿易在八月以後也並無增進。

在一九四七年八月間，曾發生自備外匯到埠及啓運貨物的處置問題，據輸管會已經登記的，計有附表（一）工業器材四、一四六、八六〇。五〇美元，附表（二）原料三六、五三九、九六一。四八美元，附表（三）（甲）製成品二、七六四、四五九。五三美元，合計達四一、四五一、二八二。五三美元。

對於這批自備外匯貨物的處置，行政院於十月十四日公布「無許可證自備外匯到埠及啓運貨物處理辦法」，輸管會並據以制定施行細則，規定除附表（一）及（三）（甲）內之機器及設備品之用戶自行付款者外，均由政府收購，以中央銀行發行之三年特種外幣存單付給。此項貨品由政府收購後再行出售，原進口商並得受優先考慮。

政府為在當前外匯貿易管制的條件下，鼓勵輸出起見，於十二月十六日復草擬「輸出品製造原料輸入辦法」，規定凡進口原料之價值未超過其製成品之出口價值百分之四十，或其製成品之輸出素具歷史或有提倡價值，並經輸管會特准者，准其輸入，其所需外匯在已定普通輸入額度外，另行核撥。此項辦法施行後，我國手工業及輕工業品如草帽，棉織品，刺繡品，搪瓷器皿，熱水瓶等各業，均可輸入原料加工後輸出國外銷售。政府亦得以目前少數外匯之支出，爭取最近將來之多數外匯收入。

四 總結

綜觀一九四七年對外貿易，入超數額雖較一九四六年減少了近百分之三十八，但這不完全由於出口的增加，同時尚由於進口的減少。

由於進口數值的減少，尤其是進口商品種類得在管制之下，不致再以寶貴外匯，輸入足以打擊國內工業的消費品，從而使一九四七年國內工業不致再感受外貨傾銷的威脅，但進口原料遞減到不敷各有關工業部門的實際需要，又已使國內工業普遍發生原料恐慌，影響到其產額的減少。

出口貿易雖已經政府多方設法鼓勵，但由於匯價的提高始終落後於物價，外匯市價也永遠趕不上黑市，致使出口貿易在八月以後即呈衰退或停滯，出口的走私也猖獗猶昨。當然出口貿易衰退的基因，還是在於出產問題，當國內戰爭日益威脅到農礦原料的生產之時，即使匯率不偏高，出口品的產量也依然難期增進。

正因為進口的減少同時伴隨着出口的衰退，貿易入超仍為外匯基金的一大負擔，因為向來恃以抵補入超的僑匯，在匯率偏高之下仍有大量逃避，流入黑市。

擴大加工原料的輸入，雖為一部份輕工業和手工業的出口品打開一條出路，但這些出口品除棉織品外，在總出口中所佔的比例不大，佔出口大宗的桐油豬鬃等猶待設法增進，而過去曾佔中國出口寶座的絲茶貿易，更須設法恢復。

國外貸款的消長，固然可以影響到外匯基金的豐富，從而影響到進口貿易和一部份出口貿易，但使進出口貿易增進的基本要圖，始終在繁榮國內生產，否則，如國民主要生活資料的食糧，衣着，燃料等都要依賴國外輸入之時，縱然外國願意協助，這種情勢也斷難維持甚久的。

「增加生產」，是打開目前進出口貿易僵局的出路，也是唯一的出路。

一九四八年三月九日於上海

證交開業後至三十六年底各股升降之比較

穆家驥

本年元月五日，著者在金融日報上，把三十六年中之股市，作一個概括的分析，觀察股市在各個時期內升降之因素。這裏再根據證券交易所所編製之股價總指數，及各股個別之指數，把各股在各個時期內的升降情形，作個比較，看這一年多內各股及各分類股票，究竟有多少相同和不同的地方。

現在上市的股票共有三十二種。但若干股上市較遲，而交易量亦不多。本文僅限於上市較早的二十四家（第四第五第六表中之二十四家）。其中二十家是在證交開業時上市的，而商務書館、中法藥房、國貨公司及新華百貨四家，乃是在三十六年初方始上市。因之第一、第二、第三卷表內，除商務書館外，因數字闕如，未能列入。商務書館在三十六年元月第二週正式上市，以前之數字，乃是根據銀行週報所載者。至於各表中之物價總指數，乃是根據中央銀行經濟研究處之數字，而改以三十五年九月第三週為一〇〇，與股價總指數之基期相同，以資比較。

要比較各股之升降情形，把各股之指數劃成線圖，當亦可以，不過線路太多了，不易識別。因之本文採用分期的比較法，編製下面六只表。把各個時期內各股升降百分率之大小，依次排列，看各股個別及各類股票是否有可以比較的地方。

至於分期方法，著者在本年元月五日金融日報上，把三十五年十二月初，至三十六年年底，分作四個階段。不過該文之第一階段（三十五年十二月初至三十六年二月初），同了第二階段（三十六年二月初至五月中旬），雖有明顯的分水線，可

是二者都是上升階段；因之本文就把這二個階段，合為一個，就是第三表中之上漲時期。

各股個別之升降情形，大致與股價總指數相同，而各股在各個時期轉捩處之最高與最低，出現的日期，大都與股價總指數相同。即有差別，亦不過一二週之先後（詳情見各表下之小註）。各股在各期轉捩處之高低，雖有先後，但本文仍以個別之高低為根據。換言之，各股之升降百分率，仍以其自身之最高最低為準（註）。

第一表乃是全期的比較表。第二表至第五表，乃是分期的比較表。這四只表，是有連貫性的，譬如第二表中各股之終點，就是第三表中各股之起點；第三表之終點，就是第四表之起點；第四表之終點，就是第五表之起點。至於第六表乃是證交開業以來各股最低與最高之比較。各股之最高都是在三十六年年底，最低大致都在三十五年十二月初。但若干股則略有先後，（詳見第六表小註）。

一 全期內各股漲率之比較

第一表就是自證交開業以後，至三十六年年底各股漲率之比較。其中漲得最多的，當推商務書館，與證交開業時相較，則為一與六〇·五四之比。不過該股在證交開業時，尚未上市，所用數字，乃是三十五年九月份，最高最低之平均。所以漲

註——第四表適在股市呈整局的時候。各股升降情形最為混亂，本表之終點，乃以十一月初轉變時候的低價為準。

率之程度，未必十分準確。可是該表中各股，都是在證交開業初就上市的，而漲得最多的，為第二項中國水泥之四、一六七，比較商務書館約為三與二之比。因之商務書館之六、〇五四，雖未必準確，可是牠在該時期內較其他各股漲得更兇，那是沒有問題的。

全期中漲得最少的為新亞藥廠，較之開業時為一與二，四七之比，是為最不景氣的一只股票。

證卷交易所所編之股價總指數所用公式（見「證券市場」第二卷第八九期），乃是以成交量加權過的，而成交額中以「股王」永安紗廠居首，所以股價總指數，就在永安紗廠之後，那是很合理的。在全表中，漲率超過股價總指數的，則有商務書館、中國水泥、華豐搪瓷、及永安紗廠四只，其餘都在股價總指數之下。

第一表中第十一項新光內衣，適在二十一股票之中間（中數），較證交開業時為一與一八·八二之比。

至於各股分類之比較，那末因為上市的股票不多，而上市各股中，又以紡織股佔絕大多數，所以要有準確之比較，異常困難。不過就現有之材料，作一個大概之比較，就是根據各股之漲率，以觀各業之繁榮罷了。

根據普通之分類，那末第一表中各股可分為四類：（一）紡織股，包括（a）紗廠股，如永安紗廠、信和紗廠等；（b）織造股，如五和織造、新光內衣等；（c）絲業股，如中國絲業、及美亞綢廠。（二）化學股，如中國水泥、華豐搪瓷、新亞藥廠等。（三）百貨股，如永安公司、麗安百貨、以及（四）文化股，如商務書館。這樣的分類，那末第一表中有十四家是屬於紡織股，而屬於其他三類的，僅有七家。因之本文另行分類如下：（一）紗廠股，包括永安紗廠等六家，（二）織造股，

包括五和織造、新光內衣、中國內衣、景福衫襪、景綸衫襪、及勤興衫襪等六家。（三）絲業股，包括中國絲業、及美亞綢廠二家。（四）化學股，包括中國水泥、華豐搪瓷、及大中華火柴等三家。（五）醫藥股，包括新亞藥廠一家（第四第五及第六表中再加中法藥房一家）。（六）百貨股，包括永安公司、及麗安百貨二家（第四第五及第六表中又加國貨公司、及新華百貨二家）。以及（七）文化股，包括商務書館一家。

根據上面的分類，各業中最繁榮的當推商務書館。這樣看來，好像該時期內文化事業最為繁榮了，好像「教育第一」的政策已經實現了！這是對於從事文化事業的人們，是一個絕大的諷刺。其實該時期內商務書館之所以較其他各股漲得兇，乃是完全由於另一個原因，它是自抗戰以來，從沒有增資過，而其他各股中，增資過十次左右者，遍皆是。因為沒有增資過，而每次增資，多少要攙些水進去，把真實價值沖淡些；它既然沒有攙過水，所以是十足的貨真價實的投資股，所以牠較其他增資過的股票漲得更兇了。

紗廠股中，以永安紗廠居首，而以榮豐紗廠居最後，但大體言之，均在全表之上半段，這是很易於了解的。較紗廠股漲得更多的，尚有化學股之中國水泥、及華豐搪瓷，就是較「股王」永安紗廠也漲得多。這二種工業，在國內很少競爭的緣故罷。二者之中，華豐搪瓷比較熱門外，中國水泥乃是一只冷門股，可見投資於冷門股，有時反較投資於熱門為有利。

至於化學股中之大中華火柴，絲業股中之中國絲業、及美亞織綢，均屬平平，無甚足述者。

六只織造股中，以五和織造居首，這又是只冷門股，反而較新光內衣及景福衫襪二只熱門股漲得多。六只之中，以勤興衫襪為最末，在全表中亦居末第三位。

全表中，最不景氣者當推百貨股與醫藥股。第一表中之永安公司、及麗安百貨，均在表中之尾端。就是第四及第五表中之國貨公司、與新華百貨，亦沒有特殊的表現。在一般購買力降低，及遍地攤販的時候，百貨股之不景氣，亦在意料之中。

第一表中醫藥股，僅有一只，又在該表之殿後。較之證交開業時僅漲起一·四七倍，是為最不景氣的一只。該廠在三十五年十二月初，因負債累累，猛烈下跌（見第二表）。此後常在風雨飄搖之中。除了自身之弱點外，在喜用外貨西藥之普遍心理下，整個國產製藥業之危機重重，也是該股所以殿後之一個原因。在第五表中，除了新亞藥廠外，尚有中法藥房，牠是醫藥零售股兼售外貨西藥，所以不能與製藥廠相提並論的，何況中法藥房在第五表中亦不過居第七位罷了。

有人以為股票之升降，在乎有沒有人在幕後拉抬。這種說法，在短時期內，是對的。因為在短時期內，確可以把某只股票，拉抬到一般的漲率之上。不過一只扶不起的「阿斗股票」，決不能長期繁榮的；而拉抬的人，也決不會這樣傻，長期的去拉抬這種的一只股票。所以第一表所包括的時期既有十五個月，不能算短了，因之表中各股之漲率，除商務書館有特殊的原由外，大致是可以表示各業及各股之繁榮情形的。但所謂各業之繁榮，亦不過是說在整個工業不景氣的時候，各業相互間的繁榮與否罷了。

若與物價總指數比較，那末漲率較物價總指數漲得多的，有商務書館至大中華火柴，共十三家。不及物價指數者，則有中國內衣等八家。換言之，大多數股票，都較物價總指數漲得多。那末在該時期內，股票保持幣值的功用，較一般物資更勝一籌了。

一 下降時期之比較

第二表包括的時期，乃是從三十五年九月中旬，至十二月初的一段，這是三十五年中秋節後，工商業不景氣暴露的時候。一方面有「黃金政策」之收縮通貨，一方面有廉價美貨之競爭，反映在股市的，就是各股之節節下降。而在下降之中，各股與各業股之降率，亦大有不同。大致紗廠股跌得最少，以統益紗廠跌去百分之三十八為最多。六家紗廠股中，有四家（永安、信和、中紡、及統益）跌去三分之一左右，而以榮豐紗廠跌去百分之八為最少。

化學股中，華豐糖瓷跌去一成。中國水泥與大中華火柴，均屬平平。文化股之商務書館，當時尚未上市，約跌去百分之三十六，居表中第八位。

織造股，仍在表中之下半截，都跌去一半以上。二只絲業股，則相去甚遠，一居第二位，一居第十九位。當時傳說美亞網廠在香港吃巨額倒帳，乃是降居十九位之最大原因。

二只百貨股，大致跌去一半左右。至於醫藥股中之新亞藥廠，則已如上述，因負債累累，竟跌去百分之七十七之巨。仍居表中殿後。

第一表 證交開業後各股漲率表*

(三十五年九月第三週至三十六年十二月第四週)

(一) 商務書館	六、〇五四	(六) 中紡紗廠	二、三〇〇
(二) 中國水泥	四、一六七	(七) 中國絲業	二、二五九
(三) 華豐糖瓷	三、八三五	(八) 五和織造	二、一六三
(四) 永安紗廠	三、七五一	(九) 信和紗廠	二、〇八八
股價總指數	二、九四三·六	(一〇) 統益紗廠	二、〇〇一
(五) 大通紗廠	二、四八七	(一一) 新光內衣	一、八八二

(一)	榮豐紗廠	一、八六三	(二七)	永安公司	一、五〇七
(二)	大中華火柴	一、八五八	(二八)	景綸衫襪	一、二五五
(三)	物價總指數	一、八〇五·八	(二九)	勤興衫襪	一、〇五一
(四)	中國內衣	一、六五七	(三〇)	麗安百貨	八四〇
(五)	景福衫襪	一、六二六	(三一)	新亞藥廠	二四七
(六)	美亞綢廠	一、五九三			

股價及物價總指數以三十五年九月第三週至於一〇〇。
 商務書館於三十六年元月第二週上市，本表該股數乃根據銀行週報所載三十
 五年九月份最高最低之平均一〇〇、〇〇〇元為一〇〇。
 其餘各股則以證交開市後二星期行市平均等於一〇〇。

總之，各股與各業股之降率，大致與第一表中之漲率相類似。就是說，「好」的股票，在漲的時候則漲得多，「不好」的股票，則在跌的時候跌得多，這完全是投資的現象，決不是投機家所「製造」出來的。

第二表中之「中數」股，為麗安百貨，第一表中之「中數」股為新光內衣，就在麗安百貨之下一位。

超過股價總指數者，共六家，在牠下面的共十五家。該時期內，物價非常平穩。牠不但不跌反而上漲，但漲率並不大，因為股市乃是最靈敏的市場，感受到不景氣的因素，最為迅速。而第二表所包括之時期，又不足二個月，假使其他因素不變，物價或許也有下跌可能。

第二表 下降時期各股降率比較表*

(三十五年九月第三週至三十五年十二月初)

(一)	物價總指數	一〇五·七	(五)	永安紗廠	六九
(二)	榮豐紗廠	九二	(六)	信和紗廠	六八
(三)	中國絲業	九一	(七)	中紡紗廠	六四
(四)	華豐棉襪	九〇		股價總指數	六六·一
(五)	大通紗廠	七九	(八)	商務書館	六四

(九)	統益紗廠	六二	(一六)	中國內衣	四二
(一〇)	中國水泥	六〇	(一七)	景福衫襪	四一
(一一)	麗安百貨	五〇	(一八)	景綸衫襪	四一
(一二)	新光內衣	四九	(一九)	美亞綢廠	三九
(一三)	五和織造	四九	(二〇)	勤興衫襪	三六
(一四)	大中華火柴	四八	(二一)	新亞藥廠	二三
(一五)	永安公司	四八			

* 股價總指數之最低價在三十五年十二月第二週。
 物價總指數亦以該週為準，以便比較。
 其他各股之最低數，大致與總指數同時，但若干股略有先後，詳情如下：

永紗	信和	中衣	新光	景福	勤興	美亞	新亞	永公
三十五年十二月第二週	三十五年十二月第二週	三十五年十二月第二週	三十五年十二月第二週	三十五年十二月第二週	三十五年十二月第二週	三十五年十二月第二週	三十五年十二月第二週	三十五年十二月第二週
中紡	統益	景綸	五和	中火	中泥	麗安		
三十五年十二月第一週	三十五年十二月第一週	三十五年十二月第一週	三十五年十二月第一週	三十五年十二月第一週	三十五年十二月第一週	三十五年十二月第一週		

大通，三十五年十一月第一週。
 榮豐，三十五年十一月第四週。
 華豐，三十五年十月第一週。
 商務書館於三十六年元月第二週上市，最低價乃根據銀行週報所載三十五年十一月份之最高最低之平均六三、五〇〇元為準。

三 上漲時期之比較

但其他因素，不斷的在變更着。通貨膨脹，因戰事加緊，而漸形迅速。而十二月初，當局舉辦生產貸款，股市就開始回升。其後又接連來了許多的利多因素，股市就連續不斷地上升。直至五月中旬，方始轉入了平衡時期。第三表，就是在這一個上升時期中，各股漲率的比較。

第三表中，有幾點是很明顯的：(一) 股價總指數，在五個半月裏，漲起了一八·一二倍，而物價總指數，不過漲起了

四。六二倍。股價與物價之指數，為三。九與一之比。

(二)「股王」永安紗廠，居表中末第四位。同時其餘各家紗廠股，除大通紗廠外(第九項)，都是在表中下半段，也都是在股價總指數之下。換言之，很出乎意料之外，紗廠股在猛漲時期，反而沒有比其他各股漲得兇。在這裏，我們可以注意到股市中一個很重要的因素，就是各公司的增資消息。各公司之增資消息，乃是多年來在股市中一個利多的消息，而在上漲時期中，更是火上添油。第七表，就是三十六年中，各公司增資後，新股上市日期，假使把第七表，與第三表合併考慮，那末該時期內各紗廠股所以沒有其他各股票漲得兇的理由，不難得到解釋了。

第七表中的日期，乃是各公司增資完成後，新股上市日期，但是增資對於股市之影響，要較表中日期早若干星期。增資首先須經過股東會之通過，事前再先經過董事會之通過，不過當然以股東會之決議為正式成立。第七表中之各公司股東會之決議日期，較實施增資日期，大都不出一個月(中國水泥為例外，見第七表小註)。因之第七表中，以美亞綢廠及榮豐紗廠為分水線。美亞綢廠股東會增資之決議，是在五月十九日，適在第三表時期之內。榮豐紗廠股東會增資日期，是在六月二十九日，牠就不能在第三表上漲時期中產生影響了。

再申言之，第七表中自大通紗廠至美亞綢廠，共十三家公司，再加上中國水泥(見該表註)，共十四家，其增資決議日期，都是在第三表時期之內。不過這十四家中，除國貨公司及中法藥房，因上市較遲，未能包括在第三表中外，都是在第三表中自第一項至第十七項之內的。該十二家，差不多都比增資較遲的各股，漲得多。那末增資對於各股之影響，可以不言而喻了。

在第三表中，不因增資的關係而仍居該表之上半段者，則有商務書館、大中華火柴、及新亞藥廠三家。商務書館所以漲得兇的理由，上面已經說過了。新亞藥廠在該時期內，所以漲得比較多，那是因為牠在上一期內，跌得太多了。在第二表中，牠的指數不過是二三。〇〇，起點小，上漲比較容易了。大中華火柴在該期內，不因增資影響，而仍居表中第六位，只得算是該期內之例外了。

該表內之「中數」股為新亞藥廠。新光內衣離此「中數」僅有二位之隔。

第三表 上漲時期中各股漲率比較表*

(三十五年十二月初至三十六年五月中旬)

(各股最低數1100)

(一) 華豐糖苑	二、九五七·四	(二二) 勤興衫襪	一、七三〇·六
(二) 商務書館	二、六九五·一	(二三) 景福衫襪	一、七二九·三
(三) 中國水泥	二、六二八·三	(二四) 新光內衣	一、七一四·三
(四) 景綸衫襪	二、六一四·六	(二五) 永安公司	一、六七七·一
(五) 中國內衣	二、二四七·六	(二六) 信和紗廠	一、五三二·四
(六) 大中華火柴	二、二一六·七	(二七) 麗安百貨	一、五一六·〇
(七) 五和織造	二、〇八一·六	(二八) 永安紗廠	一、四八四·一
(八) 美亞綢廠	二、〇四一·〇	(二九) 中紡紗廠	一、三四〇·六
(九) 大通紗廠	一、八六八·三	(三〇) 榮豐紗廠	一、三三五·二
(一〇) 中國絲業	一、八四四·〇	(三一) 統益紗廠	一、二九八·四
(一一) 新亞藥廠	一、八一七·三	物價總指數	四六二·七
股價總指數	一、八一二·二		

* 股價總指數之最低在三十五年十二月第二週，該期之最高在三十六年五月第三週。

物價指數之高低，則根據股價總指數，以便比較。

各股之高低則與總指數略有先後，各股最低之出現日期見第二表註。

各股漲期最高之出現日期如下：

信和	三十五年五月第三週	勤興	三十五年五月第二週
新光	(與總指數同時)	五和	
景福		中火	
麗安		中泥	
大通	三十五年五月第一週	統益	三十六年四月第五週
中紡		中內	
景倫		永公	
美亞		永紗	三十六年五月第四週
中絲			
新亞			
華光			

四 平穩時期之比較

五月十七日，財經二部，規定遞交本證據金，應以美金庫券繳納後，股市就轉入了平穩時期。該時期中，各股升降情形，最為複雜。各股在該期中之最高最低，其出現日期，大有先後，不必加以細述。不過到了十一月初旬，又一致回漲。所以第四表中之終點，就以十一月初旬各股之低價（或比較低價）為根據。大致上，依然可以表示各股在該時期內之趨勢的。

該時期內，大多數股票之趨勢，都是向下的。自第八項新光內衣（第四表）起，各指數都是在100以下。而中紡紗廠至信和紗廠四家，所漲亦不多。漲率比較大的，則股價總指數，漲二成強外，僅有永安紗廠、中國水泥、及商務書館等三家。

各紗廠股，都在該時期內辦理增資（大通紗廠為第二次增資），所以在該時期內，尚能勉強維持平衡，受增資的刺激，也是很明顯的。而「股王」永安紗廠增資後，新股之價格低廉，資金都集中在牠一只上，所以竟能在股市平衡時期，還漲起了一倍強。

關於增資加於股市之影響，上面已有論及，認為它是一個

利多的因素，不過增資對於股市刺激之大小，還是要看其他的因素而定。譬如大通紗廠、新光內衣、景福衫襪、及勤興衫襪，共增資二次（見第七表）。第一次在第三表之上漲時期內。這時候的增資，乃是「火上添油」，效力很大了。第二次增資，乃是在第四表之平衡時期，牠的效力就小得多了。

還有一點也是很重要的，在增資之前，增資雖是一個利多的因素，但在增資之後，或許可能是股市平穩的一個因素。這是需要加以說明的。

在五月中旬，以至十一月初旬，股市平衡時期中，利空因素不一而足，如美債問題，以及開放對日貿易等等。可是這個時期，包括着「股王」永紗增資完成，新股上市（七月第四週）後之最初三個半月，也就是大多數股票增資完成後的一段時期。那末增資之完成，或許與股市之平穩，有些相當關係吧。據著者觀察，牠們確有密切的關係的，而這個關係，也是很合乎投資意味的。譬如以永紗為例，牠的增資辦法，是每一老股，贈二十四股，認二十五股，共合為五十新股。該廠新股上市時（七月第四週）價格平均每股為二百一十一元（見「證券市場」統計），合老股價則為一〇、五五〇元（ 211×50 ）。不過其中二百五十元，乃是新近加進去的（就是認二十五股，每股十元）。所以老股部份，連同贈股，共合一〇、三〇〇元。（ $10,550 - 250$ ）。查該廠增資之前，老股每週平均價，最高為增資前二個星期（七月第二週）之一〇、四七〇元，其餘都在一萬元以下。因之只有在七月第二週購進永紗的人，假使在新股上市的第一個星期內，馬上出售，那是虧本的，不過這與事實一定是相差得很遠，因為在這樣短的時期內做買賣，不是投資，而是投機了。投機而有損失，亦不足為惜。假使用投資的眼光來看，就是用較長的時期來看（雖然時期之長短，不是

投資與投機之唯一區別)，永紗的投資利潤，是很高的。上面說過，在永紗新股上市的時候（七月第四週），原本連同贈股部份，共合一〇、三〇〇元。假定在元月第一週購進永紗的投資人，他的本金，每股僅合六五八元，那末到了七月第四週，把牠出售，除收回認股部份二百五十元外，可得一〇、三〇〇元，與原本相較，為一五·七與一之比（10,300÷658）。但同時期內，物價指數，不過是四·五與一之比。可見投資於永紗，其利潤之大如是。無怪乎投資人，很可能在這個時期內，出脫就現，股市遂呈平穩之局了。當然永紗本身價格低廉，買者踴躍（其中不乏新購者），所以價格依然上升。可是其他各股，受套賣的影響，就平穩異常了。因為永紗是「股王」，所以等到永紗增資完成時，投資人出脫求現，就使股市平穩了。再申言之，永紗增資完成時，大多數股票增資也都已完成，投資人都出脫求現，所以股市就呈盤旋之局了。

總之，在增資之前，增資乃是一個利多因素。增資完後，牠確是一個利空的因素。增資對於股市之影響，實是很大的。

再回到第四表中各股之比較，其中百貨股，仍屬平平。而醫藥股仍在尾端，此次華豐搪瓷，反居殿後了。

該表中之「中數」，在景綸與大通之間，而新光內衣，華景綸亦不過三位之隔。

該時期內，股價呈盤局，可是物價漲得很兇，指數為二五〇·八，居全表首。

第四表 平衡時期中各股漲跌比較表*

(三十六年五月中旬至三十六年十一月)	
物價總指數	二五〇·八
中國水泥	一四四·九
永安紗廠	二〇一·三
商務書館	一三二·九

(四)	中紡紗廠	一二一·六	(二四)	中國內衣	八〇·五
(五)	純益紗廠	一〇六·五	(二五)	麗安百貨	七六·〇
(六)	美亞綢廠	一〇三·四	(二六)	華豐紗廠	七五·三
(七)	信和紗廠	一〇一·五	(二七)	五和織造	七四·六
(八)	新光內衣	一〇〇·四	(二八)	中國絲業	七三·一
(九)	永安公司	九四·三	(二九)	新華百貨	六一·八
(一〇)	大中華火柴	九二·一	(三〇)	勤興紗襪	五七·九
(一一)	國貨公司	八九·二	(三一)	景綸紗襪	四八·〇
(一二)	景福紗襪	八五·三	(三二)	新亞藥廠	四六·二
(一三)	大通紗廠	八三·八	(三三)	中法藥房	四四·七
		八一·六	(三四)	華豐搪瓷	三六·三

*該時期各項之起點即為第三表中之最高數(一〇〇) 終點則各股略有先後，詳情如下：

股價總指數	三十六年十一月第一週	中絲	三十六年十月第四週
物價總指數	三十六年十一月第二週	商務	
大通	華豐	中法	
永紗	華安	新華	
信和	華安	新華	
永紗	華安	新華	
信和	華安	新華	
永紗	華安	新華	
信和	華安	新華	
永紗	華安	新華	
信和	華安	新華	

五 回漲時期之比較

十一月初旬起，各股又一律回漲。在這個時期內，增資之影響已經過去。這時期中，最大的特點，乃是一種調整作用。大致可以說，在第四表中漲得多的（或是跌的少的），在第五表中，就漲不起了。如永安紗廠、中國水泥、美亞織綢及信和紗廠等，而在第四表中，跌得多的，第五表中就漲得快了。如華豐搪瓷、勤興紗襪、景綸紗襪、及景福紗襪等。但如百貨股中之麗安、新華、以及醫藥股中之新亞藥廠，依然毫無起色。

該表之「中數」在國貨公司與大通紗廠之間。而新光內衣
 華國貨公司，僅有一位之隔。
 該時期內物價指數，又落後了，在表中末第三位。

第五表 回漲時期中各股漲率比較表*

(三十六年十一月初至三十六年十二月第四週)

(一)	華豐糖號	三六四·九	(一四)	永安公司	二〇三·四
(二)	勤興紗廠	二九一·一	(一五)	榮豐紗廠	二〇二·一
(三)	五和織造	二八四·二		股價總指數	二〇二·〇
(四)	景福紗廠	二七三·七	(一六)	信和紗廠	一九九·六
(五)	商務書館	二六六·一	(一七)	美亞綢廠	一九七·二
(六)	中紡紗廠	二五一·六	(一八)	大中華火柴	一九五·八
(七)	中法藥房	二四五·二	(一九)	中國絲業	一八四·三
(八)	景綸紗廠	二四三·七	(二〇)	中國水泥	一八二·三
(九)	統益紗廠	二四〇·五	(二一)	永安紗廠	一八二·〇
(一〇)	新光內衣	二三七·六	(二二)	新華百貨	一八〇·九
(一一)	中國內衣	二一八·〇		物價總指數	一四七·二
(一二)	國貨公司	二一五·二	(二三)	麗安百貨	一四五·八
(一三)	大通紗廠	二〇六·六	(二四)	新亞藥廠	一二八·〇

*各項之最高數，均在三十六年十二月第四週。
 各項之起點，即第四表中之終點。

六 各股最高最低之比較

第六表，乃是各股自身最高最低之比較，最高都在三十六
 年年底，最低大都在三十五年十二月初（見該表小註）。該表
 可以表示自身在一年餘內之上漲程度。

該表之首端與尾端各股，大致與第一表者相同。中間各股
 則略有不同。

該表各指數均在一、〇〇〇以上，最多者竟有九、五三四
 之巨（商務書館）。第二位中國水泥，也有六、九〇五之巨。

在短短一年餘內，有這樣的漲率，可見股票漲風之烈矣。表中
 各股除二家外，均較物價總指數漲得多。
 該表中之「中數」在統益與大通之間。而新光內衣雖統益
 僅有二位之隔。

第六表 各股最高最低比較表*

(三十五年十二月初至三十六年十二月第四週)

(一)	商務書館	九、五三四	(一二)	統益紗廠	三、二二七·四
(二)	中國水泥	六、九〇五	(一三)	大通紗廠	三、一四八·一
(三)	永安紗廠	五、四三六·二	(一四)	永安公司	三、一三九·六
(四)	股價總指數	四、四五三·三	(一五)	信和紗廠	三、〇七〇·六
(五)	五和織造	四、四一四·三	(一六)	景綸紗廠	三、〇六一·〇
(六)	美亞綢廠	四、〇八四·六	(一七)	勤興紗廠	二、九一九·四
(七)	景福紗廠	三、九六五·九	(一八)	中國絲業	二、四八二·四
(八)	中國內衣	三、九四五·二	(一九)	榮豐紗廠	一、九二〇·七
(九)	大中華火柴	三、八七〇·八		物價總指數	一、七〇八·四
(一〇)	新光內衣	三、八四〇·八	(二〇)	麗安百貨	一、六八〇·〇
(一一)	華豐糖號	三、七九七·〇	(二一)	新亞藥廠	一、〇七三·九
(一二)	中紡紗廠	三、五九〇·〇			

*各股及總指數之最高數出現日期詳第二表註。
 各股及總指數之最高數則均在三十六年十二月第四週。

七 總結

根據上面的分析，我們可以得到下面幾條結論。

(一) 股市中投機的成分雖極濃厚，但在長時期內，投資的
 現象也充份的表現出來，在長時期內各股及各業的漲跌，決不
 是偶然的。

(二) 增資對於股市之影響甚大，在增資前，牠是一個利多
 的因素，在大部份股票增資完成後，可以成為利空的因素了。

(三) 在長時期內，「股王」永紗是最受歡迎的一只，就是
 在整個股市不景氣的時候，牠依然是向上的。從另一方面看，
 在整個股市不景氣的時候，資金都集中在一只或幾只上面去了，
 到了股市向榮的時候，其他各股跟着一同發動了。

(四) 投資於冷門股，未必較投資於熱門股為不利，如中國

水泥。
 (五)商務書館與華豐糖瓷，乃是全期內二只最特殊的股票。
 (六)新光內衣乃是一只最平穩的股票，牠離各表中之「中數」，都很相近。
 (七)百貨股及醫藥股，比較最不景氣。
 (八)絲業平穩。
 (九)長時期內物價與股價不致相差過巨，但在短時期內，二者可以相差極遠。
 (十)股價之波動幅度，較物價為大(第六表)。

第七表 二十三家上市股票增資後新股上市日期表

日期	第一次增資家數	第二次增資家數
卅六年二月第四週	大通紗廠	
四月第二週	中國絲業	
三月三週	景福彩襪	
四月三週	新光內衣	
四月四週	景倫彩襪	
五月第二週	勤興彩襪	
五月三週	麗安百貨	
五月四週	國貨公司	
六月第一週	中法藥房	
六月第二週	華豐糖瓷	
六月三週	中國內衣	
六月四週	五和織造	
七月第二週	美亞綢緞	
七月第三週	榮豐紗廠	
七月第四週	中裕紗廠	
八月第一週	永安紗廠	
八月第二週	信和紗廠	
八月第三週	大中華火柴	
八月第四週	中國水泥	
九月第一週	統益紗廠	
九月第二週	永安公司	
九月第三週	商務書館	
九月第四週	新亞藥廠	
十月第一週	景福彩襪	
十月第二週	新光內衣	
十月第三週	大通紗廠	
十月第四週	勤興彩襪	
十一月第一週	麗安百貨	
十一月第二週	共計	
十二月第一週	共計	
十二月第二週	共計	
卅七年一月	共計	

中國水泥股東大會決議增資是在三十六年五月十日，確實增資日期相隔有三個月之久，新股上市又在一個月之後，其他各股則股東決議乃實施增資日期，大都不出一個月。

資 本 市 場

第 一 卷 第 一 期

專題論著

貨幣週轉速度與物價

我國幣制改革與證券市場

一年來之本國金融

一年來之上海股市

市況分析

市場動態

工商調查

統益紡織股份有限公司概況

上海棉紡業概況

外情介紹

美國股市蕭條的展望

紐約證券市場會發生恐慌嗎

時論彙輯

經濟文網

參考資料

經濟改革方案實施辦法

商業會計法

市場公告

統計資料

民國三十六年度股市統計

民國三十六年度金融物價統計

民國三十六年度十二月份統計

民國三十六年度統計圖

方顯廷

楊桂和

勇龍桂

吳羣敢

吳羣敢

施定文

市況分析

— 三十七年一月份 —

一 一般物價

本年第一月，適處於陽歷年節與舊歷年節之間。由於度過陽歷年節不久，前此因年底結帳清算而停滯上漲的物價，都不免在本月前二週恢復其上升的趨勢。同時又正接近於舊歷年關，一般工商業亟待作最後的清算，市場上流轉中的銀根逐日趨於短縮，物價在後二週於是又告停滯，甚至逐步下挫。

這一特殊的帶有季節性的物價走勢，由反映一般商品市況的批發物價指數來看，自更其明顯。據中國經濟研究所的統計資料，詳見金融物價統計(表六)，一般物價總指數在第一週較十二月最後一週上漲了百分之十二·五。第二週漲速減緩，為百分之九·六。第三週更止漲回跌，一般物價下落了有百分之二·一。在第四週由於食物類的回升，物價水準始被拉高了百分之三·五，但就其他各種商品而論，仍以回落的居極大多數。

再從商品市場的橫斷面來分析，這一以食物類波動為最大，月平均較十二月上漲了百分之五三·二。一方面固由於農歷年尾，市場實銷量增加，一般食物的價格本有上漲的趨勢；另一方面則氣候不良，糧食的來源也有相當的阻滯。其他上漲較多者當推燃料類，月平均較上月上漲了百分之三七·五。主要係受燃料供應的影響，如華北東北所產因為交通困難，不能源源濟滬。而外匯掛牌提高，對於燃料價格，當然也有關係。(美匯掛牌基準價在元月十二日每美元從八萬九千元提升到十一萬三千五百元，約百分之十三，二十七日又提升到十一萬九千五百元)。此外一般商品除了食物與燃料，上漲皆較緩，在本月最後二週且有回跌的現象，如紡織品在第三週只上升了百分之〇·一，第四週回跌了百分之一·七，這除了農歷年關接近，商家為了清理帳款，暫緩進貨之外，中紡配貨與花紗布管制

加強也有作用。又如建築材料和化學品，在前二週雖不免上升，最後二週却皆形回軟。前者在第三週跌落百分之三·一，第四週百分之〇·四；後者第三週回落百分之二·四，第四週回落百分之一·七。不過綜合起來就一月份月平均而論，一般商品的價格仍然較上月高昂了許多，反映普遍物價的總指數月平均計上漲了百分之三六·四，個別種類指數的上漲率則由百分之二二·二(化學品類)到百分之五三·二(食物類)不等。

上面係就物價的變動而論，至於商品市場的交易數量因年節之前各業都須清算結帳，一般大抵趨於萎頓。試以票據交換所的統計為例，交換金額僅較上月膨脹了百分之一八·三，但除去物價因素之後，反減少了百分之二三·七，詳可比較之如下：

月 別	交換票據張數(張)	交換總金額 (十億元)	交換金額增減 率(%)	除去物價因素 後實際增減率 (%)
廿六年三月	四、九一九、九六六	一一〇、八一三	(十一)二三·〇	(一)一·五
廿七年一月	四、六二七、七九〇	一四二、九〇六	(十一)一八·三	(一)二三·七

二 股市動向

商品市場在一月份既有先升後落的變動，在與它有密切關係的華股市場自亦不免隨着作類似的演變。

因此在一月份，根據本所自編華股行市的總指數，月平均即計較十二月上漲了百分之七二·三。各週個別的情形，則第一週較十二月最後一週上漲百分之三五·〇為最多，第二週上漲程度大為減低，為百分之九·四。降至第三週，一般股票行市反而跌落，計下降百分之五·四。第四週雖未見續降，却呈穩勢，一般股價指數計升高百分之三·一。

再論各種股票的個別漲落，永紗等鉅額股的波動已不如前月落於小股之後。例如永紗在第一週較前一週上漲有百分之六四·〇，第二週百分之

一二·二，第三週下落百分之四·八，第四週又回漲百分之二·七。而代表熱門小股的新光在第一週較前一週上漲百分之二五·四，第二週百分之五，第三週下降百分之五，第四週又回升百分之三·一。如是可見永紗行市的波動，已超過了新光。

以上係就各股平均行情分析，至於各股行市上落的幅度，則這一月永紗行市以第二週為最高，曾漲達八四三元，最低則在第一週初見五八〇元，上落有二六三元。如以最低價為一〇〇，最高價當為一四五·三。其他股票則多以第一週行市最高行市為上漲限度，且最低價格多見於第三週。至於波動幅度仍以華豐搪瓷為最特出，最高價四九四·五元，最低價二五〇元，上落有二四四·五元之鉅。如以最低價為一〇〇，最高價即為一九七·八。但若回顧十二月情形，華豐搪瓷及其他小股之波動幅度，與永紗相較，在相對上說業已減小。十二月永紗最高價五六三元，最低三二二元，如以最低價為一〇〇，最高價為一七四·八。華豐搪瓷最高二八五元，最低六六元，以最低價為一〇〇，最高價則為四三二·八。由此可見永紗行市之波動幅度由十二月之一七四·八，縮為本月之一四五·三，而華豐搪瓷則在同期由四三一·八縮為一九七·八，小股波動幅度比永紗波動幅度自顯然縮小得更多。

元月華股交易數量較上月略見減少，據本所統計現遞成交股數較上月減少百分之九·〇三。此種現象，一部分當由於元月開市日期因年節停市關係。較上月為少。其走勢如第一週由於陽歷年關之後，華股市場大呈繁榮，現遞總股數達七、〇三一、一二三、〇〇〇股，較十二月最後一週增加了百分之三五·二·七九（因十二月最後一週開市日期只有一天，所以增加程度特大），若與十二月最繁榮的第四週相較，也增加了百分之一三·二九。但自第二週以後，成交數量即逐漸減少，計第二週較第一週減少了百分之三五·〇八，第三週又較第二週減少了百分之二二·四一。第四週成交數量雖形回增，但仍較最前二週為少。這主要當於陰歷年關的接近，新買束手。如以本月第一週成交股數為一〇〇，則第二週為六四·九，第三週百分之五六·九，第四週百分之五七·〇。由此可見，交易數量大抵逐週均見衰減。

上述成交數量的百分率變動，如元月裏的較十二月，即見減退百分之九·〇三。但就成交金額來講，則本月反見增加計達百分之五六·七四。

推究其故，當由於股票價格普遍上漲使然。以元月最繁榮的第一週與十二月最繁榮的第四週相比，交易金額也見增加了百分之五八·四四。即以元月交易金額最少的第四週而論，也超過於十二月最多的第四週有百分之七·〇五。

以上已就價格與交易數量兩方面對華股市場加以分析，至於這一月的變動過程，可述之如后。

第一週（一月五日至十日），週一紅盤即大放異彩，整日迄在漲風彌漫之中。前市永紗在各方哄托之中破六百大關，小型股信誼、景綸、中絲、華豐、聯華、永公、內衣等皆順序漲停，後市除永紗未達限度以外，其他皆次第漲停。週二初開，信誼景綸兩小型股即告漲停，嗣以貸款消息流傳，場外又聞有空方集團活動，但漲勢仍銳，後市除信誼景綸仍佔漲限外，永公永業內衣華新麗安又先後漲停，其他各股亦漲起很多。週三在初開時，信誼景綸仍首先停限，嗣開場外息價開高，漲後徘徊，但一般仍屬看高，內衣華新先後漲停，後市更以報載日用品改以市價結匯，股市大受刺激，小型股除前市漲停四種外，更有華豐、永業、中法、商務、永公、中絲、新華、火柴、中泥、美亞、順序漲停。週四以六十三期新遞交登場，日來繁榮之華股市場更見蓬勃，初開仍以景綸信誼漲停領先，既而中法、華豐、華新、內衣、永業次第漲停，嗣後一般游資忽有出小進大之轉變，永紗被哄出七百大關，午後再一度停限，臨收稍回。但後市其他各股被拉至停限者亦不少，有中絲、麗安、新華、火柴、中泥、統益、商務、中興、榮豐、信和、中紡、美亞、開北、永公等，餘者升高亦多。週五華股狂昇猛瀉，風浪特大，永紗上落幾近百元，一度破八百關而上。小型股則又有多種由漲限而跌至跌停。在前市信誼、華豐、內衣皆漲停又回，後市則有新華、景福、勤興、中絲、華新、華豐、麗安、中法、新華、等多種跌停。此種疲風遽轉現象，一以利實消息不少，一以華股究漲率太大。週六晨初承昨日疲風，中法一度跌停，但在各方維持之下，風浪已平，大勢仍居盤局。

第二週（一月十二日至十七日），週一初承上週末疲風而開低盤，報載又有幣制改革消息，衆以華股倍數太高，更形疲降，嗣以外匯掛高，又再回上，但信誼與中泥仍告跌停，僅麗安漲停。週二華股屢進屢退，傳聞場外息價甚高，計三角及三角四分半，盤旋徘徊，永紗在後市會漲至八百

關外，中絲後市且告漲停，他股漲跌互見。週三雖有人拉抬，但一般人心仍向下游，五和前市跌停，甚少成交，他股亦多見低。週四續見萎靡，晨以拆除對講電話及開放貸款未有消息，且場外息價聞高，再加一般物價亦形回落，華股遂更形不振。永紗破入八百元關，信証且告跌停。週五華股初疲繼穩，業中空方乘低進補，殘多不時了結，掙扎盤局，惟統益後市漲至停限。週六人心尚好，惟銀根未鬆，港電又再放長，華新竟一度跌停，各股穩滯居多。

第三週（一月十九日至二十四日），週一因銀根加緊，股市面臨頹境，永紗會破入八百關內，各股多向下游。週二人心再圖復振，晨開高盤，傳工貸恢復有望，場外有人拉抬，但後市終以銀根不鬆，漲後仍回。週三銀根仍無轉鬆希望，人心欲振無力，華股仍處疲境，永紗一度跌入七百關，信証更見跌限。週四六十五期遞交登場，但銀根仍外鬆內緊，市氣續以脫現求款者多而不振，各股皆見疲軟。週五因銀根轉鬆，晨初雖尚以疲降多日而不振，但終竟向榮，前市有中法、內衣、中絲、永公、新華、勤興、統益、糖瓷、信証、景綸、商務、等漲停，後市小型股幾一致買進聲，除永紗中紡大通及冷落無甚成交者外，幾一致掛紅。週六買風延續未斷，華股仍見向榮，惟永紗以場外息價聞高在三角三分及三角七分半，勢成盤局。小型股中亦僅華豐在增資刺激下，與中法同站漲限。

第四週（一月二十六日至三十一日），週一華股初以工貸消息會趨回振，但息價仍高，後市報載復有工貸不利消息，股市大局仍見疲而不振。週二華股一般極為參差，晨初以外匯掛高，且有工貸佳訊，一度盤上，華豐美亞一度掛漲限，但銀根仍足顧慮，國行差進復多，人心又向下游，華新後市會告跌停。週三以銀根甚緊，場外息價聞高，起仆飄忽，後市以國行差出六百餘億，股市回升。各小型股則尚形樂觀。週四六十六期遞交登場，在往現遞轉期之日，股市多較繁榮，但歲尾年終，交易減少，目前局勢竟成飄忽，後市遞交永紗，且時有無價可報現象，走勢頗形不支。進出相當沉寂。週五華股更屬疲憊，場外息價既高，又須負擔兩天證息，於是屢振屢回，疲態掙扎不前，各股皆形徘徊。週六開市尚穩，惟高價僅曇花一現，申新九廠工潮使人心再現頹廢，各股除國貨新股漲停以外，皆見疲軟。

綜觀本月整個華股市場變動過程，僅在第一週自週一至週四有四日繁

榮景氣，再第三週週五一日亦見繁榮，其餘多見盤滯徘徊漲跌參差。蓋以年尾歲末，銀根增緊，此其一。幣制改革與美貨消息及時有傳播，此其二。一般物價亦大致止漲回滯，港匯迭次放長，此其三。

三 資金市場

股票市場與商品市場在一月份的變動，既皆與年尾歲末之季節變動有關，其主要乃由於工商業清算結帳的陳習，因此在上月中，銀根特現緊俏。

試觀這個月的利息變動，最高暗息比十二月更見超出（十二月最高為二角七分），如本月在十六日十七日銀根最緊階段，有高達二角八分者（詳見華股統計表三）。至於證券暫開做場外貼息，據傳聞更見香俏，最高多頭貼出利息會達三角九分，最低如空頭貼進也抵二角一分之多。

若果進而探究這一个月的息價變動，一般借貸的利息，以月中最緊，自十五日到二十一日，暗息總站二角六分到二角八分。尤以十六日十七日高佔二角八分。在前此有逐步縮緊之勢，後此又有放鬆之勢。至於證券暫的利息，則為逐週加緊，做價一直上升。最高為二十六日以後的第四週，場外貼出利息常達三角六分到三角九分。僅最後一日（三十一日），略有回低的徵象。這種情形，主要當是表現年底接近的證券市場銀根的自然緊縮。

這一月中票據交換的情形，國家行局較上月差進更多，計二萬五千七百億元（上月差進二萬一千九百八十四億元，計多三千七百十六億元）。但本月差進多集中於第一週，計在該週差進了一萬一千六百四十九億元，計佔全月差進總數百分之四五·三三，即幾近一半。若逐週來分析，更見國家行局差進數字逐週有減少的趨勢，如第二週國家行局的差進數字只及第一週百分之五六·四，第三週更減到第一週的百分之三〇·五九，第四週稍增，但仍僅及第一週百分之三三·六三（詳見金融物價統計表五）。另據各個別行局來分析，差出的家數幾逐週在增加，第一週第二週差出的有三家，第三週增為四家，第四週則增為五家。在舊歷年關之前，國家行局在票據交換方面這一明顯的變動趨勢，當是值得相當注意的。

市場動態

第六十二期遞延交割交易

一月五日前市開做

一月九日交割

第六十二期遞延交割交易，定於一月五日（星期一）前市開做，至一月七日（星期三）前市止，一月九日（星期五）交割。

本市場春節停市兩天

十一、十二、十三日祇做前市

十四日起照原定時間集會

春節前後，本市場參酌商市情形，於二月九日及十日停市兩天，十一、十二、十三日三天祇做前市，自上午十時起至十二時止，對帳時間改為下午三時，十四日（星期六）起，照原定時間集會。

證交遞延交易奉令正式辦理

業經呈奉 政院核准

證交遞延交割交易應否正式辦理一案，業經財政、經濟兩部轉呈行政院核准，照現行辦法正式辦理，證交自奉令後，業經遵辦云。

證交經紀人資本額增加

保證金應增加一億五千萬元

關於證交經紀人所具財產或資本，依營業細則第六條規定為五千萬元以上，前以市場動盪，股價增高，為保障市場安全及客戶利益計，經指飭參酌經紀人現有之資本額及市場情況，提高資本最低限額，凡經紀人資本

不足新限額者，資令增加在案。茲為便利經紀人一律辦理起見，各經紀人資本額至少應為國幣五億元。復查經紀人保證金原為五千萬元，除已以現金及美金債券繳納外，并應增加國幣一億五千萬元，合共為二億元。關於增加保證金部份，聞已轉飭限於一個月內辦竣；增加資本部份，則限於三個月內辦竣，逾限不辦，即予吊銷執照云。

「景綸」增資至壹百億元

每一老股贈四股認五股

景綸衫襪紡織廠股份有限公司經三十六年十一月十日股東臨時會議決，增加資本九十億元，連同原有資本十億元，合成資本總額國幣一百億元，分為十億股，每股十元，辦法即每一老股比例認繳九股（內四股由董事會墊付外，五股由股東以現金繳認）。茲定自本年一月九日起至二十日下午三時止為認繳期，逾期認為股東放棄權利，由董事會設法籌足。

又該公司開始辦理增資手續，其股票應自本年一月九日（星期五）前市起暫停交易，所有已做之交易，概以該公司之老股份連權交割。

「華新」增資至二百六十億元

第一期溢價股二億五千萬股

第二期溢價股三億五千萬股

華新水泥股份有限公司三十六年八月二十四日股東臨時會，關於發行溢價增資股，決議如下：

該公司原有資本二百億元，再增加資本六十億元，分二次發行，第一期二十五億元，第二期三十五億元，將來呈請變更登記，亦得先後分別辦理，其發行辦法議定如左：

一、此次議決增加之資本六十億元，均須溢價發行，除先辦第一期之二十五億元外，餘三十五億元授權董事會，視其需要與實際情形如何，再行議定辦法發行之。

法：

旋於三十七年一月二十六日董事會關於續發第二期溢價增資股決議辦

一、本公司續發第二期溢價股，計三億五千萬股，票面總額為國幣三十五億元，連原有資本，合為國幣二百六十億元。

二、每股票面十元，溢價一百七十元，連本為一百八十元。

三、儘先由各老股按比例平均認繳，如逾限認繳不足，其餘額由董事會負責募足之。

四、認股期限自三十七年一月三十日起至二月七日截止，同時繳納股款，股東中如認而不即繳款者，統限二月二十九日以前繳訖，惟須繳納自二月七日以後按照月息一角計算之遲延利息，以示公允，而免公司受有損失，逾期仍不照繳，應按照前三項決議辦理。

又該公司開始辦理續發第二期溢價增資股，其股份應自本年二月二日（星期一）前市起，暫停交易，所有已做之交易，概以該公司之老股據連權交割。

「國貨」增資完成

一月三十一日前市開做

上海中國國貨股份有限公司三十六年十二月三十一日函報增資完成，該公司之新股，定於本年一月三十一日（星期六）前市起，暫憑股款收據開做，成交單位暫定為十萬股。

「恆豐」增資完成

二月二日前市開做

恆豐紡織股份有限公司本年一月六日函報增資完成，該公司之新股，定於本年二月二日（星期一）前市起，暫憑股款收據開做，成交單位暫定為五萬股。

「開北」墊發三十六年度股利

一月十五日起開始

商辦開北水電股份有限公司於三十六年十二月十四日召集第十五屆股東會，經股東提議，先行墊發三十六年度股利每股一元，並經全體到會股東決議通過，定於本年一月十五日起開始墊發。所有該公司之股份，自本年十月十五日（星期四）後市起開做除息交易。

「中泥」墊發三十六年度股利

一月二十日起開始

中國水泥股份有限公司經本年一月十四日董監聯席會議決，關於上年度股利每股得墊借國幣五元，茲定於本月二十日起開始墊付。所有該公司之股份，自本年一月十九日（星期一）後市起開做除息交易。

「大通」預發三十七年度股利

一月二十六日起開始

大通紡織股份有限公司經董事會議決，定於一月二十六日起預發三十七年度股利每股國幣十元，所有該公司之股份，自本年一月二十六日（星期一）前市起開做除息交易。

經紀人動態

第六十二號遷移營業地址

第二〇三號擅設西區辦事處

第二一〇號新營業所與核准地點不符

第一五〇號由敦裕錢莊抽定

第六十二號經紀人朱達君遷移營業地址，據報暫停交易，該經紀人應自即日起暫停入場交易。第二〇三號經紀人郭午嶠一月十六日未按規定時間，辦理交割清楚，應予警告。第二〇三號經紀人郭午嶠在大華路九號擅設西區辦事處，經於三十六年十二月八日通知停業，撤銷具報，並未照

辦。茲查該西區辦事處仍在經營上市證券交易，殊違暫行營業細則第八十九條第三項之規定，經本所第一屆第三十二次常務理事會決定，應自即日起暫停入場交易。第二一〇號經紀人葉碩臣遷址營業，其新營業所地址，查與本所核准地點不符，且據財政、經濟部上海交易所監理員辦公處查悉，仍在營業所原址內同時經營上市證券交易，殊違本所暫行營業細則第八十九條第四項之規定，經本所第一屆第三十二次常務理事會決定，應自即日起暫停入場交易。敦裕錢莊股份有限公司於三十五年七月申請為本所經紀人，當經轉奉批示，該公司尚未完成公司登記手續，應俟完成後核辦。旋該公司登記辦理完竣，經據情報奉 財政部三十七年一月三十一日第一五六三號批准為本所法人經紀人，業經辦妥入所手續，抽定第一五〇號空號，即日起准予入場交易。

天津證券正式開業

上市股票計有啓新洋灰等十三種

天津證券交易所業經本年二月十五日宣告開幕，定十六日正式開拍。該所係官商合資設立，資本為法幣十億元，理事長為現任交通銀行天津分行經理李鍾楚，總經理為前大陸銀行天津分行經理鄭誦先。經紀人名額五十二家，首批核准上市股票計有啓新洋灰等十三種。聞上海證券交易所之上市股票，若美亞、景福等均在天津設有辦事處，亦將在該所申請上市；惟因須在津地另備股東印鑑卡，以資股東讓受時，可以過戶。

上市股票轉讓預約

財經兩部規定六點

請求原辦法延展未予照准

上海證券交易所，曾呈請財經兩部，對於已上市股票之轉讓預約辦法，再予延展至三十七年三月底截止，頃財經兩部認為該項轉讓預約辦法，既應於三十六年底廢止，則未便再事延長，惟各已上市之公司，其變更登記手續，未辦竣者，尚有甚多，財經兩部特指示辦法六點，俾上海證券交易所遵照辦理：

○凡已依公司法呈准增資變更登記領得執照，而未印就新股票，或股票正在換發，尙未完全辦竣者，准其暫以股據上市，但仍限於本年三月中旬以前，一律換發新股票，自三月十六日起，即以新股票上市。

○自文到之日起，關於增加資本，已依法向地方主管官署申請核准變更登記者，須向上海證券交易所繳驗申請證件，准其照前項規定，暫以股據上市，仍應於奉准變更登記後一個月內，換發新股票上市。

○已依「工礦運輸事業重估固定資產價值調整資本辦法」擬具估值增資方案，呈經經濟部核准，持有核准批示，而尙未申請變更登記者，姑准照增資股數，以收據或其他憑證上市買賣，但限於文到之日半個月內，依法向地方主管官署申請變更登記，并取具申請證件，向上海證券交易所繳驗後，仍准暫行上市，其已核准為變更之登記者，應照第二項規定，於奉准登記後一個月內，換發新股票上市。

○未經依照公司法申請增資登記或未依「工礦運輸事業重估固定資產價值調整資本辦法」呈准估值增資者，一律暫以未增資前原有股數上市，仍於奉准登記一個月內，換發新股票上市。

○應依「收復區各種公司登記處理辦法」為變更之登記，尙未辦理者，一律暫停上市。

○自文到之日起，凡新向上海證券交易所報告增資，或依「工礦運輸事業重估固定資產價值調整資本辦法」估值增資者，非經呈准變更登記及換發新股票後，不得就其增資之股數上市。

美金債券第二期銷售總數

計售出三百零九萬

三十六年美金短期庫券第二期銷售總數，截至一月三十一日止，共計三百零九萬九千五百六十美元，折合法幣為一千九百四十五億六千六百六十八萬四千元，下月份將以本月份銷售餘額繼續發售，在去年十月至十二月份售出的庫券，最近即可憑預約券換領正式券，又二期發售期間，規定應至本年三月底截止，屆期還本六分之一，並計付息金。

投資事業管委會成立

對中紡中蠶等公司將加強管理

經濟部企業司撤銷後，改設「投資事業管理委員會」，於一月十七日上午十時在該部會議室舉行第一次委員會會議，同時宣告正式成立，部長陳啓天、次長董季齡，均親臨致訓，指示甚詳，當經通過本年度工作計劃及其他提案多起，聞該會今後對於中紡、中蠶、中蠶等公司，將加強管理，並對於所投資之工礦電等及金融等合辦事業，均取得密切聯繫，以期促其合理發展。

估繳營利事業所得稅

將於本年三月實行

據財政部直接稅署署長王撫洲稱，三十六年度營利事業所得稅之預先估繳，將於本年三月初實行，且估繳額約為三十五年度之六倍。實行估繳目的在減低通貨貶值後對國庫收入之影響，此種辦法在我國雖為創始，但在美國及日本則早已實行，美國並規定個人所得之估繳差誤率，不得大於百分之二十，否則將受嚴重處罰，我國現在實用估繳辦法者，僅營利事業所得一項，根據統計，三十六年度之物價上漲較三十五年約增高十二倍，故擬將三十六年度營利事業所得稅假定為三十五年度之六倍，此項估計，對納稅者之負擔並不能認為太重，至於繳納日期，約在四月即可辦理，因國庫會計年度係二月底終了，三月一日方能通令各地實行，限一個月繳納，換言之，此項稅收在四月可以納庫，將來查帳後如該營利事業之估繳數目，不足其應繳數，則將限期補齊，如估繳超過應繳，則政府對所超過部份，除發還外，並予以利息，本年度上半年全部直接稅預算為九萬餘億元，其中營利事業所得稅佔五萬六千餘億元，且大部份稅源係在上海。(金融日報，三十七年一月二十六日)

香港股價指數

據 FOLIE ELLI 就香港十二種具有代表性的熱門股票所編製的股價指數，去年十二月份指數最高一四八·七五，最低一四四·〇一，至去年全

年最高指數，為五月三日之一五五·八二，最低指數為一二三·八八。

茲將去年十二月股價指數列後：

三十七年十二月

一日	一四八·七五
二日	一四八·三八
三日	一四八·〇三
四日	一四七·四三
五日	一四八·二〇
六日	一四七·八〇
七日	一四七·九四
八日	一四七·九〇
九日	一四七·七二
十日	一四七·八四
十一日	一四七·九〇
十二日	一四七·九〇
十三日	一四七·九〇
十四日	一四七·九〇
十五日	一四七·九〇
十六日	一四七·九〇
十七日	一四七·九〇
十八日	一四七·九〇
十九日	一四七·九〇
二十日	一四七·九〇
二十一日	一四七·九〇
二十二日	一四七·九〇
二十三日	一四七·九〇
二十四日	一四七·九〇
二十五日	一四七·九〇
二十六日	一四七·九〇
二十七日	一四七·九〇
二十八日	一四七·九〇
二十九日	一四七·九〇
三十日	一四七·九〇
三十一日	一四七·九〇

香港股市近訊

儘管香港銀根鬆弛，當地交易所中股票交易數量仍無增進。將來一個月的成交金額能有八百萬港幣，就算是好的了。交易所營業的清淡，已引起經紀人的焦慮，他們主張探行期貨交易後可使市場改觀和吸引游資，而波動的幅度較大，復可引起一般投資者更大的興趣。像今日市場這般保守，投機家是不會光顧的。全部股票的行情常數月無大變動，僅在增資或發給紅利之時，股票才有較大的需求和較好的行情。否則市場即漠然不動，對於任何政治經濟的發展幾無反應。與戰前相比較，現在的交易金額自

然增進甚多，但這是隨生活費用升高後股價高漲的結果。橡皮股票及數種戰前在上海開拍的英商股票上市後，是可能使成交總金額增加的，可是這些股票上市的籌備工作遷延甚久，最近僅有幾種橡皮公司股票已獲證券交易所核准上市。

將佣金減低到戰前的標準，經紀人方面並不一致贊同，而輿論的督促也未生效，致減低佣金之議已被擱置。投資公司、銀行、保險公司、信託公司等，都主張佣金應為千分之五，在這廣大的要求之下，經紀人的反對或難違公意。現在未登記的經紀人（即非交易所會員）的營業，已較經紀人發達，所以將佣金回復到戰前標準，實為合理措施。

此外，交易所正企圖建議港政府，所有股票經紀人均應取得執照，並規定證券交易所為買賣公司股票的唯一合法場所。這一建議如為政府採納，並由議會通過成為法案，則許多未登記的經紀人即將自動停業，並使交易所的股票交易總額大為增加。這些日子的場外交易，如與交易所的場內交易合併計算，則交易數量將大為改觀。由從事股票交易所未登記的經紀人數量看來，香港每週股票成交總額（場內場外均計算在內），將比交易所每週統計的要超過甚多。（譯自“Far-Eastern Economic Review”十五卷三期）

日本發行鉅額國庫債券

經過甚順利

日本政府本年一月二十四日曾發行二十六億元之國庫債券，此係由日本銀行以外之一般銀行承受而最初發行之國庫債券，其情形意外順利。

日藏省令股票市場停止交易

自一月二十七日起實行

日藏省以東京、大阪、名古屋三地股票市場，買氣澎湃，命令自一月二十七日起，停止交易。

國際貨幣基金作用堪慮

法郎貶值

加拿大津貼金產

法郎貶值和加拿大政府津貼黃金生產，這兩種舉動，頗使國際貨幣基金處境困難。蘇聯盧布不與國際貨幣基金發生關係，其貶值措施無關基金本身。而法加兩國，是加入基金的台柱，堪令基金作用成為問題。

法郎貶值措施分為兩部份，第一部份是由行政法令實行之，第二部份須提交國會通過。一月二十五日法總理舒曼代表政府宣告，法國外匯平準基金處已規定新匯率，計一美元合二一四·三九二法郎，一英鎊合八六四法郎。法國法郎對法郎區內其他貨幣的匯價照舊不變，法國盧比對美元及英鎊的匯率，亦仍保持原價。規定出口商可以將售貨所得的外匯，半數按價售結予外匯平準基金處，其餘半數聽其自由出售。法國經濟所必需的進口貨物，則以官價結購外匯。當時法郎的自由匯率等於每美元合三四〇法郎，所以進口商的外匯實惠率是等於每美元約合二八〇法郎。這自然對出口頗為有利。為實行此種制度，法郎自由市場必須承認其為合法。這一建立法郎和黃金（和白金）自由市場的法案，須提經國會通過。國會最初形勢險惡，社會黨內部強烈反對，在國會委員會中竟致否決這一提案。經過舒曼氏以總辭職為威脅，在國會中以最少的多數票通過該案。

法郎和黃金自由市場的用意，是在使貿易差額所結存的外匯，和流入法國的外國資金，以及外國旅法人士所持有的外匯，都可以在自由市場上依供求關係所決定的市價出售，藉此以吸引外資，導致資金回國。

國際貨幣基金總幹事葛特聲明稱：「國際貨幣基金對於法國所提金融措施，不能完全贊同。……對自由市場……終感覺難以贊同，……將使本會會員國家蒙受不利影響」云云。英國方面反對尤烈，克利浦斯爵士曾數度與法政府折衝，而未有結果。

加拿大政府宣布，對於該國黃金生產，凡各礦的生產，能超出以一九四七年六月三十一為止的一年中的平均產量以上的新產黃金，每兩津貼七加元。國際貨幣基金深覺於此不得不對於會員國的金價政策，有所聲明，其書曰：

「國際貨幣基金負有職責，以檢視會員國的黃金政策，務使其不顛覆或危害匯兌的安定。因此，每一會員國欲提出新措施以津貼其黃金生產，則有義務向基金會就商此類行將施行的新措施。

「基金協定第四條第二款規定，會員國禁止以高於平價加以法定差額以上的價格購買黃金。依基金會意見，凡津貼出以全部或一部產

金每兩平均貼款若干的形式，是形成黃金的加價，如果其加價結果，會員國所付出黃金價，竟超出平價加以法定差額以上，即在禁止之列。以其他支款方式的津貼，依其性質如何，亦形成金價的提高。「依第四條第四款甲項的規定，基金會會員國「應負責和基金合作，以促進匯兌的安定，保持依照程序，與其他會員國調整匯兌關係，並避免競爭性的匯率變更」。不擇形式的津貼黃金生產，是不符合本條款的，如果這是以推翻或危害匯兌安定的話。如果津貼引致各會員國對於黃金的通貨價格的一致性發生懷疑，則犯款亦即成立。

「然而，不直接影響匯兌安定的津貼，直接或間接招致他國通貨的不安定，因而基金會亦關懷及之。

「凡提出的津貼是否符合上述原則，基金會對之的決定，要以各別條件的環境而定。而且，基金會可能發覺，在一時期可行的津貼制度，會因條件和影響變更之後，證明其為不符合於上述原則。基金會為貫徹其目的，將繼續研究，並向各會員國檢討其黃金政策，及其任何變動，以決定其是否遵守基金協定的條文，並是否推行一種健全的國際黃金政策」。

儘管如此，基金會依然祇得於「甚感遺憾」之後，「繼續與法國合作」，「承認加拿大黃金津貼為一次例外」。

英鎊公債總值跌達四億

因受法郎貶值影響

英投機份子一月二十六日不顧政府的諾言，謂法郎貶值不致使英鎊價值下跌，而紛紛拋售英鎊公債，致英倫交易所中英政府公債的總價值在一天以內下跌達四億元之鉅。英財政大臣克里浦斯二十六日告下院稱，英鎊仍將維持一對四·〇三美元之官價，但在市場中迫使各英政府公債下跌四元至六元不等。此乃本月中最大跌風。「標準晚報」估計，英公債價值的損失總計達四億零三百萬元之鉅。市場上單就新英國運輸股票一項，下跌一五、五〇〇、〇〇〇鎊或六二、四六五、〇〇〇美元。多數投機家大量收購黃金、商業及其他股票，可能因金鎊貶值而獲利。黃金股票自八角升至一元，估計從事南非礦業股票的投機者可獲利二千萬鎊。法當局雖已允

諾未來新自由市場中不准英鎊買賣，但倫敦財政界恐懼黑市中人士將不惜任何價格以英鎊換取美元，此將引起英經濟資源的枯竭。

倫敦交易漲跌有序

法郎貶值金礦猛昇

倫敦交易市場，比較受到控制，每月交易日期亦少，每週交易僅五日，星期五即為週末交易日。政府於必要時常出而干涉交易市場，其形式是交易所中設有「政府經紀人」的活動，必要時以買賣形式，安定市價。政府經紀人為克利浦斯爵士(Sir Edward Childs)。克利浦斯非現任經濟大臣兼財務大臣的克利浦斯，姓同名不同。倫敦證券交易，在去年終即見趨跌，新年開盤後繼續下滑。工黨政府決意發行鐵道新公債之議，在公債發行前，鐵道股票持有者大量拋出，更形成跌價。至一月四日，市價有下崩至不堪收拾之勢，鐵道股票持握者勢將損失成千百萬英鎊於無形。突然此位政府經紀人克利浦斯爵士，出現場上，一舉手表示收購全部在交易所上所拋出的鐵道股票。一言為定，於是就既將一原價維持不墜，又挽救投資的損失。如此戲劇化的作用，自工黨政府成立以來，克利浦斯爵士常出而發生之。英國政府是如此的管制亦即引導交易市場，頗可引為他山之石。

英國習慣，經濟年度結賬的最後期為一月十三日，一月十四日乃開始新賬(New Account)。交易市況變化常起於十四日。本年新賬日適值英鎊貶值的傳說甚熾之時，於是十四十五兩日交易所上買風大盛，金礦股票更受買風之壓。投資者以為金幣既然貶值，則相對言之，即金價必將增昂，所以就認定金礦投資為特別有利。其他股票以其產業價值依然，所以亦受歡迎，不過略為遜色而已。在一月的一箇月中，工業證券漲風大體上維持着，而金礦股票則於一度狂吸後略平。直至法郎實行貶值後，於是各股又於二月二十三日起暴漲，而金礦股票更現勁勢，自月之二十二日的一一〇·三六，漲至二十六七日的最高峯為一一三·八。由於法郎貶值，各方咸認為英鎊有不得不貶值之勢。嗣經英國財務大臣克利浦斯氏一再鄭重聲明，英鎊決不貶值，於是其他證券漲風稍殺，可是金礦股票還是逐步見昇。原因是法郎貶值的政策，包括法國重開黃金自由市場之議。黃金若有自由市場，其價自高，毋怪對各金礦股票要看好。根據這一趨勢觀察之，則

這種漲風一時將不致下回，即使參入其他因素，亦難能阻止之，因為黃金終久是名貴而有實值的。

英國資金不甚活動

年終存款增加

通貨採用不多

英國儘管繼續推行低利政策，而銀行存款却繼續增加。去年首九個月存款增加額尚僅一千七百萬英鎊，到後兩個月則突增一億二千七百萬鎊，使十一月份的總存款淨額昇至五十五億八千三百萬鎊的新高紀錄。可加注意者是存款每月平均增加率之可觀。去年每月平均額是較前年多出百分之一〇·四，而前年的每月平均額則較一九四五年價多出百分之八·四。去年每月存款平均淨額達五十四億四千三百萬鎊，其主要項目可分析如下：

項目	英鎊(百萬)
總存款	五、七六六·八
淨存款	五、五八三·二
現款	四八七·五
放款市場資產	一、二七五·五
拆款	四七六·二
票據	七九九·三
投資與透支	二、六九五·四
	一、四九九·六
	一、一九五·七

年終於聖誕之時，照例是通貨採用陡增時期。這一種增加常使通貨發行不得膨脹若干。可是去年雖於此時亦見通貨採用的增加，却不僅表示其增加數額不多，而且不需要膨脹發行。這可於鈔票流通量見之：

時	同	百萬英鎊	增(十)減(一)
一九四六年聖誕前夕	一九四六年八月高峯	一、四二八	較前年(十)四八
一九四六年八月高峯	一九四七年聖誕前夕	一、四二二	較前年(一)六
一九四七年聖誕前夕		一、三六八·四	較上年(一)六〇

英國各業資本利益優厚

烟公司·摩托車公司·銀行
股息超過前年

據一月份英國各業向各自股東所發表的報告，過去一年，都是獲利甚豐，其中多有超出前一年者。英美烟公司，聯合摩托車公司，及愛爾蘭銀行，為國人所熟知，其股息皆較前為多，可見之於下列各表：

年度	淨利(鎊)	普通股紅利	應得股息	已分股息
一九四六	四、九七五、四七〇	四、三九〇、四七〇	一八%	一四%
一九四七	五、五〇二、六四四	四、九二六、六九四	二〇%	一五
年度	營業額	淨利	應得股息	已付股息
一九四六	二四三、〇四〇	三四、二九一	二九%	一五
一九四七	二七六、六四五	六二、三九九	四七%	一七%
一九四六年度	股息二%			
一九四七年度	股息二%			

倫敦證券物品交易市況表

日期	工業證券	金礦證券	商 品
三十七年一月第一週	一五〇·九	一〇六·三	一、〇六·八
第二週	四四六·五	三三三·三	一、〇八·七
第三週	四四四·四	三二五·四	一、八四六·三
第四週	七四二·五	五二四·五	一、八四七·九
第五週	七四九·〇	五二六·一	

紐約交易氣氛沉悶

象徵暴風雨前夕

紐約交易市場自本年新正開始，整月動態沉鬱。新年時因紐約遭逢大

雪，為多年未見，道途阻塞，人多閉戶不出門，以致交易市况清淡，其價格勉強維持去年終水準。然自第二週，一月十二日起，市况就開始下游。直至將近月終，因若干公司結賬，贏餘尙稱可觀，同時如美國鋼鐵業公司等大公司報告預測，今年出產可能增加，於是市况於二十八日起開始停止下跌，略為回頭，但是仍和月初的價格水準，相差頗遠。其中公用事業，跌幅較少，公債則于月底時且回至月初水準以上，商品則始終未落，而仍漸趨上游。這一現象，綜合觀之，頗呈一種恐慌前的沉悶氣氛，大有一九二九年恐慌前夕之兆。商品漲而證券抑，若有一端開始狂瀉，其勢將不可當。二月四日由從芝加哥開始的麥價狂跌，終于開始物價下崩，隨之即為交易市場的震驚下跌。雖恐慌究竟是否將要蒞臨，此時預言尙早，可是其影響所及，已蔓延至全世界了。

美國一九四八年新投資

預計將達一百五十億

場外交易旺盛

美國商務部與證券交易委員會於一月共同編製的報告，預計一九四八年度各業的新投資將達一百五十億，較之一九四七年的二百二十億高出四分之一，將成為新高紀錄。一月中各大公司已開始發行售出新股票，新公債或新優先股票。由於政府方面通貨膨脹和經濟恐慌危機的呼喊，而企業界中所實見的一九四七年的各業的厚利，使資本市場感到眩惑，於是各公司證券之出售，多不經由市場，而為場外交易，由需要增資的公司，發行證券，直接售予看準利益的投資者。如古得異橡胎公司（一億美元公司債券）、Union Carbide & Carbon Co.（一千五百萬美元公司債券）、Jones & Laughlin 鋼業公司（三千一百萬美元公司債券）、德克薩斯東方輸送公司（一億二千萬美元證券）、俄亥俄美孚油公司（五千萬美元股票）、蒙山托化學公司（二千一百萬美元優先股）、亞細亞火油公司（一千二百萬美元證券）、南加利福尼亞愛迪生公司（三千五百萬美元公司債券）、太平洋煤電氣公司（七千五百萬美元公司債券）等等，都由場外交易以增資。

美國增資九十億

推進人造油生產

美國內政部長克魯克 (Julius Krug) 於一月二十八日向國會提出報告，主張於未來五年至十年間，投放新資本九十億美元，依商業原則，從事增產人造油和煤油。據稱美國正處於需求遞增和生產力遞增的夾心中。如果國際之傾向於機械化經濟的趨勢，繼續下去，則世界油量之可供美國需用者，其比例將銳減。如果美國每天自行生產約二百萬加侖人造油，其量僅及美國每日所消耗者百分之四十，則這已需要一千六百萬噸鋼，並吸收約九十億美元資金。

過去之為煤的世界，至今日一變而為油的世界。油為經濟和軍需的動力和血液。美國將投如此巨額的資金於人造油業，其遠見可知。

大通銀行贏利

創造新高紀錄

美國大通銀行董事長亞得利 (Winthod W. Aldrich) 在紐約向股東大會報告，略謂一九四七年度，該行對顧客的服務，以及所經營的業務，較之已往各年為多，即較一九四六年亦增，已打破歷年紀錄。在一九四七年度中，該行已分發股息一千一百八十四萬美元，計每股得一·六〇美元，而該年度全部淨益則達一千九百八十二萬六千美元，每股可實得二·六八美元，等於資金贏利百分之六·二。在美國銀行利息僅及百分之一或一·五時，這是巨大的所得。

因業務發達，該行又新任四位副主席，以襄理業務。

該行董事長亞得里氏續稱，一九四七年終，行方資本基金增至三億二千二百萬元，較第二次世界大戰始年增加百分之三十八。七百四十萬股股票，分由九萬一千六百八十二股東掌握。多半股票由中小資者握有，其中握有一百股以下者，佔全部股票之三十六。此外，尙有相當數量股票，由銀行和信託公司，代理個人保有之。百分之七十以上的股東，居於紐約區以外。這可見該行的股票分散普及了。

到一九四七年十二月三十一日為止，可供運用的資金，計有四十八億

五千六百萬美元，其中十二億二千六百萬美元為現款及其他銀行的存款，尚約有二十億為政府證券，另外十三億二千四百萬美元為借款，貼現及兌現等。

該行國外部於一年來業務大振，於年中時期曾高出歷年水準，創造新紀錄。全年發出約七萬五千紙商業信用書，以接濟貿易，其中以七月發出的出口匯票數額創最高新紀錄。過後，因世界各國缺乏美元，而業務開始減少。

該行在國外設有分行，聯行，代理行，以及數千通匯銀行，由此熟知全世界各地商務情況。國外部經常收到是項報告，以便利對顧客的服務。去年十二月中該行在德國和日本，各設立分行一所，使國外分行狀況分佈如下：

倫敦	分行三
西歐	分行三
遠東	分行四(上海、天津、香港、東京各一)
加勒比區	分行六
墨西哥城、羅馬、開羅、孟買、布宜諾斯艾利斯的代理行	繼續維持。

美國雜貨公司股息又增

業務和紅利並進

克羅琪公司 (Kroger Company) 在美國中西部的雜貨業中，佔很重要地位。美國之所謂「雜貨」是包括食品及各種日用雜貨。在中西部五州中，在二千六百一十一家雜貨店中，克羅琪分店佔百分之七二·五，計：俄亥俄五七四所，伊里諾斯州四五四所，密歇根州三一四所，密蘇里州二八九所，印第安那州二六四所。前年公司分發股息每股二·五〇美元，去年則為三美元。若以股票市價除之，則得淨利百分之六·四。一般對於雜貨業所得看低，所以去年其股票市價平穩，可是營業實際上却是大增，獲利空前豐厚。

年度	售貨(百萬美元)	每股贏利	股息	股票市價變動
一九四五	四七五·三	三·〇七	二·〇〇	五〇 1/2 - 37
一九四六	五七六·五	五·一〇	二·五〇	六五 1/2 - 四三 3/4
一九四六	五二·二(十二個月)	二·六(半年)		
一九四七	六四·五(十二個月)	三·六(半年)	三·〇〇	
一九四七(可能)	七三	六·〇〇		三 3/4 - 四 1/4 (十二個月)

可口可樂公司獲利七百萬

每股分紅增加四分之一

美國過去一年是百業的繁榮年，各公司都因物價高漲而獲大利。美國的通貨膨脹，不由於發行膨脹，而是由於購買力膨脹和價格膨脹，所以產業最受共惠。即以最屬消耗品的飲料而言，可口可樂 (Coca Cola International) 公司於二月一日舉行股東大會，據報告稱，至一九四七年十二月三十一日止的年度內，該公司淨利七百零一萬零一百六十美元，每股計合股息三七·五八元，較之前年的每股合股息三〇·一二美元，增加約四分之一。增加程度之可觀，有如是之巨。該公司出品不僅國內銷路普遍，而且銷遍全世界，所以其獲利之厚，頗反映美國產業對各國經濟的關係。

紐約證券物品交易市況表

日期	手種工業	手種鐵道	手種公用	手種公債	商品	成交
三十七年一月						
第一週	一八一·〇四	五三·八五	三三·五三	六六·九四	一六三·五五	七〇〇,〇〇〇
第二週	一七九·八九	五三·七三	三三·七五	九七·五一	一三三·三三	五,一五〇,〇〇〇
第三週	一七七·七〇	五二·四七	三三·一一	九七·九八	一六七·四八	四,六〇〇,〇〇〇
第四週	一七三·四一	四九·九九	三三·六〇	九七·九二	一六七·九〇	五,一五〇,〇〇〇
第五週	一七三·三〇	五二·一〇	三三·五一	九六·〇三	一六六·〇八	四,五九〇,〇〇〇

工商調查

證交上市股票發行公司

中法藥房股份有限公司概況

一 建廠經過

中法藥房股份有限公司，創立於遼清光緒十六年，迄今已有五十九年之歷史。在我國新藥業方面，歷史最爲悠久者當推該公司。最初創辦人爲黃礎玖先生。當時與黃先生負共同發起人之責者，有虞洽卿、陸費伯鴻、沈知方、周金箴、姚頌南、金琴孫諸先生。最初設總店於上海漢口路，附設醫生診所及配方部。一面仿製成藥，一面從事研究製劑。民國十六年，該公司在上海大西路購地十餘畝，建築新式化學製藥廠，聘周夢白、沈濟川兩先生爲正副廠長，內設製粉工場、製丸工場、製錠工場、製酏膏工場、油膏工場、乳化工場等工場，設備方面，多由該廠技術人員自行設計。民國二十六年抗戰軍興，該廠分批西遷，繼在重慶南岸鵝公堡設立分廠，迄仍開工，并在重慶設立華西區分公司。此外該公司并先後成立有中法化工實驗所，中法血清菌苗廠，中法油脂化學製造廠等。另中華製藥公司亦係該公司之附屬事業。

迄目前爲止，該公司在上海共有分店七處，外埠如南京鎮江蕪湖天津重慶等地亦有直轄分店，特約支店則遍佈國內各商埠，至於總管理處最初設於上海湖北路漢口路，繼於民國十八年在北京路泥城橋自建五層水泥鋼骨大廈，卽爲今之總公司所在地，詳細地址爲北京東路八五一號，電話九二一三三三。

二 公司組織

該公司爲股份有限公司組織，最初資本十萬元，嗣經歷年陸續增資，

漸趨雄厚。現在資本總額爲國幣五十四億元，分爲五億四千萬股，每股十元。依據該公司三十五年九月之統計，擁股最多者，當推許曉初等十人，在當時四百五十萬股中佔有四十三萬份，卽佔總股數百分之九。六。同時在所有股東中持有一萬股以上者佔百分之五。五。六，而持有一千股以下者不過百分之二。〇。九。

該公司董事會及常務董事會之下，設總管理處，由總經理統率。其下再分設業務部、廠務部、設計部、祕書處、主計處等。部設經理一人，副經理若干人。處設處長一人。部處以下分列各科，另設製藥總廠，直屬於廠務部。總店之外，各地設有分店及領牌分店，均由業務部管轄之。現任董事長爲趙棣華先生，其餘董監有吳任滄、胡定安、奚玉書、俞松筠、徐采丞、殷子白、高培良、顧克民、馬炳勛、許曉初、周夢白先生等。現任總經理則爲許曉初先生。

三 生產設備

該公司生產設備頗稱完善，製粉工場有六種不同之製粉機，無論原料品質如何，均能製成相當之粉劑。製丸工場有製丸機十六座，每日出產可達四百萬粒。製錠工場有各種不同之製錠機八座，平均每日可出產錠劑二萬片，最高可日產十萬片。製酏膏工場有滲出器，真空浸出器，真空濃縮機，及濾過機等各種製酏劑及膏劑機器。油膏工場備置有油膏機，係由製漆機所改製，每日可出一兩裝油膏二萬餘盒。乳化工場備有小型乳化機，能日乳化劑三百磅。乾燥工場備有通風乾燥機，日出乾燥丸劑約四百磅。此外尚有針藥工場膠囊工場糖衣工場等，設備皆甚週全。

勇龍桂
張明炯

中法藥房股份有限公司損益計算表

中華民國三十五年一月一日起至十二月三十一日止

損失類	
銷貨成本	\$ 2,475,995.922.27
營業費	690,260,497.40
管理費	102,749,636.09
研究費	31,357,609.95
財務費	167,985,886.84
各項固定資產折舊	1,781,884.00
本屆純益	51,221,088.43
損失類合計	<u>\$ 3,521,352,524.98</u>
收益類	
銷貨淨額	\$ 3,491,055,829.57
佣金收入	1,460,708.00
房租收入	7,067,810.00
其他收入	3,928,882.59
支店盈餘	17,839,294.82
收益類合計	<u>\$ 3,521,352,524.98</u>

該公司三十六年度決算，因外埠各分店報告未全部寄到，一時尙未能編就。其三十五年度決算表，則有如左列：

四 三十五年財務狀況

中法藥房股份有限公司資產負債表

中華民國三十五年十二月三十一日

資 產 類		負 債 及 資 本 類	
流動資產		負債類	
現金	\$ 13,031,290.67	行莊往來	\$ 78,400,249.96
應收票據	118,231,437.19	應付票據	56,881,505.00
應收帳款	99,939,593.27	應付帳款	71,504,406.99
預付貨款	164,996,720.68	應收款項	51,844,085.44
暫付貨款	55,138,091.25	借入款	82,959,810.59
存貨	142,419,700.55	工礦貸款	100,000,000.00
支店往來	334,193,229.27	存入保證金	300,000.00
藥廠往來	12,280,694.23		\$ 441,890,057.98
存出保證金	1,978,238.95	淨值類	
附屬事業投資	64,195,982.15	股本	\$ 540,000,000.00
關係事業投資	24,635,365.68	公積	6,400,191.88
固定資產		盈餘滾存	464,592.76
地產	31,599.24	固定資產折舊準備	1,900,628.05
房屋	136,599.99	本屆純益	51,221,088.43
生財裝修	6,972,657.78		599,986,501.12
製藥機及附件	2,679,785.32		
儀器圖書	1,050,572.88		
資產類合計	<u>\$ 1,041,876,559.10</u>	負債及淨值類合計	<u>\$ 1,041,876,559.10</u>

由上列資產負債表可以察知，三十五年流動資產共計十億零三千一百萬元，同期流動負債共計四億四千一百八十九萬元。兩者之比例約為二·三三比一。又固定資產為一千零八十二萬元，流動資產對固定資產的比例為九五·二四比一。同期固定負債又為五億九千九百九十八萬元，流動負債對固定負債的比例約為〇·七四比一。

再由上列損益計算書來看，三十五年銷貨淨額計為三十四億九千一百零五萬元，而該公司毛利則為十億一千五百零六萬元，其毛利率約為百分之二九·〇八。又同期純益為五千一百二十二萬元，其淨利率約為百分之一·四七。

上海毛紡業概況

一 設備

上海毛紡事業，發軔於晚清光緒年間。當時經營各廠，均因辦理不善，先後倒閉。第一次世界大戰之後，國人努力於毛絨線的產銷，於民國二十年左右，尙極一時之盛。迨後轉移目光，從事梳毛織物的試造，因迫近抗戰，未獲顯著發展。至三十一年之後，本埠對外交通，完全隔絕，留滬各廠，乃大量生產粗毛織物，市場銷路，頗稱不惡。而同時新廠的建立，也日有所聞，此即為抗戰勝利以後的毛紡事業，築下堅固基礎的一個時期。據公會方面的統計，於三十五年初會員工廠已達六十一家。列舉之，即九豐、裕民、上海、大振、大光明、大業、大陸、大成、大公、大東、大華、大綸、大華耀記、中國、元豐、中國唯一、中國毛業、中國立豐、仁裕、天翔、振豐、正大、兄弟、民和、民治、光大、永和、安樂、幸豐、宏大、協新、美綸、洪盛、馬海、南華、美新、振豐振記、振興、時綸、海龍、章華、寅豐、潤豐、達隆、達成、華隆、華豐、華綸、華一、華達、華盛、越成、華美、華昌、新華、新新、新康、瑞華、匯通、鴻發、及

五 三十六年度產銷情形

該公司出產藥品種類繁多。如家用良藥有艾羅補腦汁、羅威健身素、羅威乳白魚肝油、九造真正血、九一四藥膏、胃甯藥片、象牌急救時疫水等。化學合成製劑又有克嗽伏、肅疥、蜂窠淨、一貫藥、百吉油膏、撲梅星針劑等。醫用注射劑則有納康峯、賽補鈣精、福思多、斯可範、力捷莫斯等。

三十六年該公司營業額一至四月計三十一億餘元，平均每月營業當有七億七千五百萬元。五至十二月達二百六十四億元，平均每月增至三十三億元。至三十七年該公司營業額則更大有增加，計一月份已達一百億元。

張勇龍 明炯

緯綸等是。其中大半當為織廠，約佔百分之七十一左右，另紡廠佔百分之十，至全能廠，約佔百分之十九。設備情形，可以列表示之如次：

表一 全國及上海毛紡業設備一覽表

名稱	單位	三十五年				
		全國	民營	國營	外商	外埠
綢 紗	錠	八二,三三六	二〇,八〇八	三六,九六〇	一五,〇六八	九,〇〇〇
絨 線	錠	一五,二〇四	四,一七六	一,五〇〇	六,九八〇	二,四四八
粗紡走錠	錠	三五,七六一	七,五三〇	九,五五六	—	八,六八五
粗紡環錠	錠	八,九〇〇	三,八〇〇	二,七〇〇	—	二,四〇〇
織 機	台	一,九三四	一,三六三	二八六	—	三二九

從上，可見上海民營國營及外商各廠，擁有細紗錠七二、八三六枚之多，即佔全國總錠數百分之八十九左右，另絨線錠共一二、六五六枚，佔百分之八十四。粗紡走錠共一七、〇四六枚，達百分之六十八。粗紡環錠共六、五〇〇枚，佔百分之七十三。至織機共計一六〇五台，達百分之八十四許。如再以民營各廠與國營企業比較之，大抵前者單位多，而設備簡

；後者單位少，而規模大。蓋戰前日人投資所設，類非國人資力可及之故。如目前英商尙有二家，共擁紡錠二萬一千枚左右，亦非中小型的民營工廠所可比擬也。

以上係就三十五年度一般的情況，加以說明。至三十六年度內，大致亦相彷彿。不過設備數字，較前小有出入。茲以第三區所包括各國民營工廠所擁錠機爲例，將詳情比較如左：

表二 全國及第二區毛紡業設備一覽表

名稱	單位	三十五年十二月	
		全國總計	第二區各廠
細紗錠	枚	八九,七〇四	六三,六七三
絨線錠	枚	二二,三〇四	二二,五九六
粗紡走錠	枚	二七,八九一	一四,二六六
粗紡環錠	枚	二一,八三〇	五,八三〇
織機	台	一,九三四	一,五八八

按第二紡織區即以上海爲基礎，本表所列，是即去年度內上海各廠的設備概況。計民營部份，仍計六十一廠，國營部份，共有五廠。分類言之，精紡全能廠共有五家，粗紡全能廠共有八家，再絨線廠六家，單純紡廠七家，單純織廠三十家，長毛絨廠八家，另駝絨廠則爲二家。如依個別廠家的規模比較之，首以國營部份爲列，可知：

紡建新名	舊稱	走錠	環錠	織機
上海第一毛紡織廠	公大四廠	八六枚	二,七〇枚	八〇台
上海第二毛紡織廠	中和毛織廠	一,六〇枚	—	二〇台
上海第三毛紡織廠	永興毛織廠	一,六五〇枚	—	八〇台
上海第四毛紡織廠	上海六廠	—	—	四〇台
上海第五毛紡織廠	宏康毛織廠	—	—	四〇台
上海第十五紡織廠毛紡部	上海三廠	四,二〇〇枚	—	三六枚
上海第十七紡織廠毛紡部	裕生紗廠	三,三〇〇枚	—	三三,八〇枚
上海第二製麻手紡部	上海一二廠	—	—	一,五〇〇枚

以上獨立各廠，規模俱爲有限。而混合棉紡各廠，則設備尙見不惡。至民營部份，以章華、寅豐、協新、安樂、元豐、等數家，爲最有地位。

各廠實在情形，有案可稽者可列舉之：

表三 民營毛紡織廠設備一覽表

廠名	三十六年度	
	紡錠(枚)	織機(台)
華達毛織廠	1,100	六
安樂紡織廠	—	—
匯通毛紡織染廠	四,六五〇	三〇
振豐毛紡織染廠	一,七五〇	二
上海毛紡織廠	21,100	五七
鴻發仁記毛絨紡織廠	1,300	一七
中國毛絨紡織廠	一,九五〇	—
潤豐毛紡染織廠	二,100	三
大光明毛紡織廠	二,700	三
大陸毛紡織公司	—	—
美綸毛紡織廠	—	九
兄弟毛織染廠	—	七
新華毛紡織廠	—	三
大公毛紡織染廠	一,五九四	〇
大華毛織廠	—	〇
光大毛織廠	—	〇
九豐棉毛紡織廠	1,120	四
南華織造廠	—	六
民衆毛織廠	—	九
美新毛織廠	—	—
大華耀記毛織廠	—	—
新新毛織廠	—	—
華豐毛織廠	三,八〇八	—
新大毛織廠	一,五七三	—
華盛元記毛織廠	—	—
民治紡織廠	二,五七六	—
立豐棉毛織廠	四,300	—
天龍毛織廠	—	—

(五月後)四
(八月後)五

(十一月後)八

華一毛紡織廠
寅豐毛紡織廠

三、五七〇
七五

一 生 產

抗戰既告勝利，海外交通，逐步恢復。同時三十五年度內，政府執行較為開放的貿易政策，致澳洲羊毛，有大量的入口。本市毛紡業各廠，經此刺激，乃陸續宣告復工。不過有因整理需時者，有因零件缺乏者，實際開工的效率，與最大生產量，仍不無相當距離。據三十六年三月三十一日商報的調查，全市民營工廠運轉錠機百分比如下：

表四 上海民營毛紡織廠開工率一覽表

類 別	三十五年	
	原有設備 (錠)或(台)	開工 (錠)或(台)
細紗錠	三〇、八〇	二、二六四
絨線錠	四、一六	二、九五三
粗紡走錠	七、五〇	六、四三四
粗紡環錠	三、八〇〇	三、三六六
織 機	一、六二二	六六七

視上表可知粗紡部份，開工率已達設備的九成左右，而精紡則僅及五成又半。至絨線錠則復工已達七成，織機亦不佳，不過半數許。再紡建公司所屬各廠生產情形，當可同時加以比較之如下：

視此二表可見國營各廠復工速度，大體係速於民營各廠。就實開錠機言，又可知細紗錠及粗紡走錠，又都超過了後者。到了三十六年度，一般生產條件，反不如前一時期。因此設備總數，雖如前所述略有增多，而開

表五 上海國營毛紡織廠開工率一覽表

類 別	三十五年	
	原有設備 (錠)或(台)	開工 (錠)或(台)
細紗錠	三六、九六〇	三、七六〇
絨線錠	一、五〇〇	一、五〇〇
粗紡走錠	九、五四六	七、九四六

粗紡環錠 二、二〇〇
織 機 二、二六六

表六 第二區國民營毛紡織廠開工率一覽表

類 別	三十六年	
	原有設備 (錠)或(台)	開工 (錠)或(台)
細紗錠	六二、六七三	三六、〇四六
絨線錠	二二、五九六	五、九三三
粗紡環錠	五、八三〇	五、五八〇
粗紡走錠	一四、三二六	一三、一三〇
織 機	一、五八六	九四九

工效率反未有相應的變動。據直接調查所得，去年度內第二區國民營各廠實開精紡二萬八千錠，僅及總設備的四成半。絨線錠開六千枚，也不過四

成半左右。至粗紡部份，尚能維持原有記錄，平均達九成上下。如織機則開動九百餘台，為設備總數的百分之六十一。

表七 上海國營毛紡織廠生產數量表

時 期	三十五年	
	紡部 每日平均運轉 紡錠(枚)	織部 每日平均運轉 織機(台)
一月	六、〇七九	一、七六
二月	六、一五〇	一、八四三
三月	七、六九九	二、三三
四月	八、四〇三	二、七八
五月	九、六九四	三、〇〇

生 產 量 (磅)
一六、八四〇
六五、五三六
九三、八九四
一〇、七四四
一〇九、〇六七

六月	三,三九三	一,四,五二一	三,三三三	一,〇,六三五
七月	一,四,一五三	一,七〇,七六三	三,三〇〇	一,〇,七,六二〇
八月	一,六,四九八	一,九〇,二八二	三,〇三三	一,六,九九八
九月	一,七,四三三	一,九〇,七〇四	三,六六六	一,〇,四,七六六
十月	一,九,五〇八	二,四六,三七九	三,〇八八	一,二,七,七二三
十一月	二,一,四三三	三,六六,七八二	三,三三三	一,二,一,五二四
十二月	三,一,〇〇〇	二,七六,六四九	三,四六六	一,三,一,八四二
總計	—	一,九四八,六〇〇	—	一,三,五,八八〇

這表之紡部所列係毛紗生產數量，織部所列為各色毛織物的生產數量。視表可見年終已較年初擴大七倍至九倍之多，全年生產總量，當亦復不少。

關於民營的部門，則因三十五年度內，並無任何系統的記錄，故逐月實際變動，難能獲悉。據二區公會方面的報告，僅可知本埠各廠粗紗最高產量，每月約九、二六〇、〇〇〇磅，細紗約一、一二四、八〇〇磅，絨

表八 上海民營毛紡織廠毛紗及絨線逐月生產數量表

廠名	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月
安樂紡織廠	一四六,九七三	八六,八八九	九五,八九九	六〇,〇六〇	一五〇,三二一	一四八,三三六	九三,〇九七	一〇二,五三三	八一,七三三	一〇八,九三三	未詳
匯通毛紡織廠	八五七	一,六一	一〇,四二五	一〇,九九九	七二	一四,一五四	一三,四七六	二五,二四	四九,八二六	一九,九〇〇	三,六三三
上海毛絨廠	—	—	—	—	—	—	—	—	八〇,〇〇〇	七〇,〇〇〇	七〇,〇〇〇
中國毛絨廠	三三,〇〇〇	五二,〇〇〇	四三,五〇〇	五七,八〇〇	一四,一〇〇	四三,七〇〇	七六,八〇〇	六二,九〇〇	六六,九〇〇	六九,八〇〇	五九,一〇〇
大光明毛紡廠	四,七四八	三〇,五八	三,三三三	二,二四二	五,三三〇	七,二八七	一〇,四六三	八,七三三	一八,九九四	一七,〇〇〇	一五,四三九
美棉毛紡廠	七,五〇〇	八,六〇〇	七,九〇〇	八,五〇〇	八,三〇〇	八,五〇〇	八,一〇〇	八,一〇〇	八,四〇〇	七,九〇〇	八,〇〇〇
大公毛紡廠	一四,五五〇	一七,六六〇	三〇,七三三	三〇,三二八	三三,九五六	三三,八六七	二六,六六一	二二,三三三	一五,四三六	六,五五九	二二,一六四
九豐棉毛紡廠	七,五〇六	八,三三五	八,八四六	九,五八九	九,〇五四	七,五四七	八,二六〇	七,二六六	八,八八二	七,四六七	七,四四〇
華豐毛織廠	—	—	—	一一,四三三	一八,三三五	二六,五六二	三三,〇七一	四〇,三九〇	七〇,五二五	五四,三八六	三三,八一四
新大毛織廠	—	—	—	—	—	—	四六六	一,七九九	一,八六五	—	二,四四〇
民治紡織廠	—	—	—	—	—	—	—	—	—	二,七五〇	七,八九〇

以上各廠所生產者為毛紗及毛線。至織造呢絨者，為數較多。其逐月產量如次列：

線約三〇六、八〇〇磅，而毛織物的最高產量，每月則為六〇〇、〇〇〇碼。不過實况則甚為慘淡，如一月至七月為淡月，因原料缺乏，開工率不及十分之一二，故七個月間織品總生產量，不過二十萬碼而已。至八月以後，轉入旺月，織機開動較多，日班約五百台，日夜工全開者約二百台，故四個月間即逾十二月止織物總生產量約出一百萬碼左右。至紡部產量不詳。由此可見實際生產效率，還不及最高效能的一半，其困頓的景象，當可想像其一般。

三十六年度全年生產統計，國營各廠尚未經紡建公司作系統的報導。且以逐月運轉機錠不詳，對產量亦不易作可靠的估計。如實際生產仍能維持於三十五年十二月間的水準，則可知按月仍可生產毛紗約三十萬磅，及織品約十五萬碼之多。民營紡織各廠，則經二區毛紡業公會所調查的三十家，其每月生產可見下表。為便利計，容就二大部份分舉之。

(單位：磅)

表九 上海民營毛紡織廠呢絨逐月生產數量表

廠 名	單位	—三十二年—										
		一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月
振豐紡織廠	碼	一八,000	二六,000	四〇,000	四〇,000	三三,000	四〇,000	四〇,000	三三,000	三六,000	三三,000	三三,000
上海毛絨廠	碼	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
鴻發仁記廠	碼	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
潤豐毛紡織廠	碼	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
大光明毛紡廠	正	三,一八九	二,九〇三	二,四五一	四,八四二	三,〇六六	二,四六一	二,八四三	三,六六三	二,六六五	三,五九八	三,七〇〇
大陸毛織廠	碼	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
兄弟毛織廠	碼	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
新華毛織廠	公尺	四,三七四	八,六七三	三,三三四	一〇,七九九	二,三六〇	一〇,六三三	九,一四九	七,八七五	四,八一五	二,六七六	三,六九三
大華毛織廠	碼	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
光大毛織廠	碼	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
九豐棉毛織廠	碼	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
南華織造廠	碼	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
華達毛織廠	碼	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
民和毛織廠	碼	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
美新毛織廠	碼	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
大華耀記廠	碼	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
新新毛織廠	碼	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
華盛元記廠	碼	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
立豐毛線廠	件	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
天龍毛織廠	碼	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
華一毛織廠	碼	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
寶豐毛織廠	碼	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—

三 原毛的供應

我國戰前全國所產羊毛，估計察綏甘肅青五省所產四千三百五十萬斤，魯冀豫三省產六百萬斤，晉陝二省亦六百萬斤，川康二省可產五百萬斤，其餘各區域合產一百萬斤，約共達六千一百五十萬斤之譜。但在品質方

面，彈性不佳，纖維又短，本不適宜於高級織造之用。目前則更由於交通不便，供應尤難。因此本埠國民營各廠所需原毛，就不得不全部仰給於海外。

但根據現行的政府政策，羊毛的進口，受限額分配的控制。自去年二月間以降，每季限額都不過在一百餘萬美元左右，對於實際的需要，當不

數甚鉅。據毛紡業公會方面的表示，各季限額對於實需最少時僅及百分之十三許，最多亦不過百分之十六左右，列舉之，當即如次：

表十 歷季原毛進口限額對實際需要比較表

季 別	起 訖	限額數量 (美金元)	實需數量 (美金元)	百分率
第一季	三十六年二月至四月	一,二六七,五〇〇	九,一七五,三〇八	一三.八%
第二季	三十六年五月至七月	一,八四〇,〇〇〇	一,一三九,五八八	一六.四%
第三季	三十六年八月至十月	一,八三五,〇〇〇	一,一八九,一三七	一五.四%
第四季	三十六年十一月至三十七年一月	一,八三五,〇〇〇	三,一六四,五七〇	一四.二%
第五季	三十七年二月至七月	三,〇〇〇,〇〇〇	三,七三〇,〇〇〇	一四.二%

從右表，即可知一年半以來，所列原毛輸入數量短少之一般。同時，上述限額尚須經全國性的分配，初尚非全部供應本埠各廠的需要。再據公會方面所透露，其總額分配的百分比即如下：

表十一 限額進口羊毛各業分配百分比表

項 別	二區公會各廠	外埠各廠	外 商	其 他
百分比	四三.八	三二.五	九.二	一五.〇
	民營	國營	天津	關滬
			怡和	蜜峰
			駝絨	製帽
			內衣	

由此可見各廠因原料供應的不足而無法提高生產就顯而易見的了。就海關方面所正式公佈，最近二年以來，原毛輸入的數量應如左：

表十二 最近二年我國輸入原羊毛數量價值逐月比較表

時 期	輸入數量 (公斤)	輸入價值 (折合美金 百萬元)
三十五年	一九四,八〇七	一,三三〇
一月至六月	五九,四〇七	三〇一
七月	七九,六三三	二,一四六

三十六年

月	數量 (公斤)	價值 (美金)
八月	五七,一〇一	一,五九四
九月	五二,一八三	一,六七七
十月	一,一五二,八六六	五,〇八一
十一月	八四,一六三	四八五
十二月	四〇七,〇九	二,二四四
一月	五七五,五〇五	三,〇一〇
二月	一,六〇二,八五七	九,九九〇
三月	七九八,七六六	一,四九六
四月	六九八,五七七	一,七五三
五月	三三七,八一八	八,五五九
六月	三二二,五六	一,三三五
七月	二七九,八七一	六,九四六
八月	四〇八,四〇七	一,七三〇
九月	四〇五,三五六	一,九四〇
十月	二五三,一六	一,三八五
十一月	三〇四,三七七	一,三六二
十二月	—	—
三十五年	四,〇五二,七四〇	一五,四二五
一月至十一月	一六,〇六七,三八	一四,九七〇
十二月	—	—
合計	—	五,四三六

如右表所顯示，自三十五年七月至三十六年六月，原毛的輸入，每月多則一百餘萬公斤，少亦維持在四十至五十萬公斤之譜，其實值大約即在美金五十美元至一百萬元之間。但去年七月以後，進口量值，即見銳減。平均言之，每月輸入量最多僅及三十萬公斤，而折合美金，亦不過三四十萬元而已。本市毛紡業的興衰，自與此成一比例的消長。

總結起來，本市毛紡業於最近二年間，雖一度略轉繁榮，但不久又趨下游，其原料問題固為要因之一，至一般工業所普遍遭遇的資金短絀，市場狹隘等，當亦會發生相當作用。其復與前途，關鍵不少，可以想見也。

外情介紹

紐約證券市場會發生恐慌嗎(下)

施定文譯

二 股票漲得太高了嗎？

誰都曉得：一個市場的繁榮，決不能永久維持。當一九二九年十月股市崩潰時，從該年一月以來，投機家的拉抬行情上漲，也像現在的情形一樣。在一九三七年初終了股市繁榮，其所享受的歷程比現在還要更短些。如果我們考慮到戰爭和復員的特殊情況，現在的情形也許會跟一九二〇年（在歐戰後持續幾達兩年的那場繁榮）相類似。因此，在我們面前出現了這個問題，股票價格已經上漲到了什麼地步？會不會「太高」？

股市已經上漲到了什麼地步？

道·瓊斯(Dow-Jones)工業股票的平均指數，從一九四二年四月廿八日戰時的最低價九三，漲到一九四六年一月十九日的二〇二，就是說上漲了一倍以上。在同時期中，鐵路股票的平均價格，由二八增至六七，上漲了百分之一百四十。自此以後，股票指數時高時低，但上漲的百分比却沒有多大的改變。

這場漲風，差不多有一半是發生在一九四五年的夏季。在日本戰敗以後，投機駕御着勢不可當的漲風，而罷工的困難和物價的管制不穩，又在一九四六年的一月中旬引起了某些暫時的下挫和回漲。

這些數字代表着一種普遍的平均趨勢，有些股票當然會比較其他的股票漲得更多。在一九四五年，二百九十種上市的熱門的普通股股票，平均上漲了百分之五十八點二，比一九三三年（當經濟大恐慌開始復蘇而股票價格異常低廉時）以來的任何一年，都要漲得更多。

根據「華爾街雜誌」(Magazine of Wall Street)的報導：在一九四五

年，釀酒股上漲了百分之一百八十，公用事業股上漲了百分之一百卅八，百貨股上漲了百分之一百廿二，紡織股百分之一百十八，航空股百分之一百零三。比一般平均漲得更多的是發生在造紙、娛樂、肉類罐頭、投資信託公司、汽車、汽車零件、建築、藥品、非鐵金屬、化粧品和飛機工業等熱門股票上；低於平均漲勢的，則是糧食、鐵路、鋼鐵、無線電以及金融業，造船業等冷門股票。

交易最旺的是小型的股票。最普通的解釋是：把一千元投資在每股十元的小型股票上，會比投資在一千元的大型股票獲得更多的利潤。這就是假定說：他們期望着每股價格一元一分地上漲比整個投資數額百分的上漲更甚；某些人的頭腦或許就是這樣簡單。或者他們相信小額的價格，是繁榮時期將有更大增值可能性的標誌；這也許是對的，但也未必儘能，例如，紐約中央公司(New York Central)，柏克公司(Packard)，美國無線電公司(R. C. A.)股票的面額就比其他的股票小些。當然，這種現象有一部份由於：事實上大家都在市場裏，小型股票（小額的賭注）會比巨型股票更易於為大家所普遍接受。

不管怎樣，在一九四五年底，十五種最熱門股票——根據「Your Investment」的分析，這十五種最熱門股票的交易，占紐約證券交易所交易總量百分之十七——的價格，每股都在三元至三十三元之間。在一九四五年，一百種小型股價格的上漲，平均遠比一百種巨型股價格的上漲為多，這好像是證明了投機者的預見；但也正像在任何投機市場裏一樣，投機者自身的活動，主要的還是要使其希望實現（至少應該在短期內如此）然而我們決不能接着做出一個結論說：小型股票將會繼續地上漲而下跌。

跟從前繁榮的市面比較起來，現在股票價格水準有多高呢？「布隆周刊」(Barron's Weekly)說：在一九四二年，有四十八種普通股票的價格超過了一九二九年的高峯，而且陸續上漲中。這些股票大多是紡織股和連鎖商店股。紡織業在整個的二十年代裏都在衰退着，在過去的幾年里，尤遭到不少的困難。連鎖商店繁盛了好幾年。在一九四五年又有卅種普通股股票第一次超過了一九二九年的紀錄，平均比一九二九年的高價上漲了百分之三十三。這卅種股票不但包括紡織股和連鎖商店股，而且也包括肉類罐頭、煤油、汽車零件、煉奶以及戰時工業等股票。雖說這些股票的收益能力時有增減，在一九二九年時是大多虧折甚重。

整個地說：在一九四五年年底時的股市，比一九三七年的高峯略為低些，但不久以後就突破了這個高峯。在一九四五年的一月一日，有十二類股票的價格還低於一九三七年的高峯(雖說其中某些股票的上漲也相當可觀)，這包括農業用具、烘焙業、建築業、銅業、金融業、傢具業、金屬業、鐵路設備、鐵路、不動產(不動產在一九四五年上漲了百分之七十六)，鋼鐵業、煙草業、和各種商店股票。其中例如金融機構和建築公司，都因戰時的管制而遭殃。

投資收益的低落

怎麼樣的高度才算是「太高」？現在並沒有一條法律禁止股票價格超過一九二九年或者一九三七年的水準；也沒有一個自動的制動器，在股市上漲到了一定的高度時，像一座開山機似地鏟平市面。歷史上的類似雖然很鮮明，但不能確切地適用於新的情況。現在，所有的歷史告訴我們的是：依照以往的標準，股票價格似已接近了寒暑表的最高點，可能衝破儀器的玻璃管。

有一個相傳已久的理論，說人民投資證券是為了要收回資本的本息。依照這種理論(這是時常被那些叫做經濟學家的人寫成神奇的故事在宣揚着)，節儉的人犧牲了眼前的慾望，省下了錢(儲蓄)，而金融市場給予這些錢以使用的機會，由於它是用在商品或勞務的生產和分配上，所以儲蓄者可以收回投資的本息。

同時這種理論還暗示說：收益越大越可以誘惑更多的儲蓄和投資，而低下的收益將會減少儲蓄和投資。在一般情形下，重視安全比收益更甚的

人，將投資在比較安全的證券上(例如收益較少的政府公債)，而渴望較大收益的人，將願負擔較大的風險而購買收益較多的工商業普通股股票。如果這些都是真理的話，我們從當前市價股息的股票收益的檢查里，將可以獲知股票的價格是否太高。因為第一，如果收益太低的話，人們將會減少儲蓄和投資；第二，如果普通股股票與債券的收益相差無幾的話，大部分的投資者將要賣出股票掉進債券。這兩者都會使股票價格下跌。

道瓊斯的工業股票平均收益率，在一九四二年四月廿八日是百分之七點六八，在投資一千元在這些股票的人，每年將會取得七十六元八角的收益。如果在一九四六年一月九日，投資一千元在同一的股票上，他底每年收益祇有三十三元四角。這就是說：收益率降低至一半以上，祇有百分之三點三四。鐵路股票的收益率，也有着類似的趨勢。

再從債券投資的收益來看，在一九四二年，為着安全而購買債券的人，都可以在其一千元的投資裏獲得廿七元四角的利息，這就是說在每千元投資的收益裏，債券比股票少達四十九元八角，這在憑着大家進購股票。但是，在一九四六年的一月，每千元債券的收益有廿五元六角，而每千元工業股票的收益減至三十三元四角，是不是這八元的差價就可以補償安全的分別？

在一九四五年年底，克利夫蘭(Cleveland)信託公司的公報說：「股票價格當其還元為股息的倍數時，實已超過以往的歷史，例外的祇是一九二九年股市大繁榮的最後一個月。」

如果你購買美國戰時公債(Series E. United States War Bonds)，在到期日時可獲收益百分之二點九，如果購買戰時已種公債(Series F.)，收獲百分之二點五三，戰時庚種公債(Series G.)可獲收益百分之二點五，但如果你在一九四六年一月廿三日買進克西勒(Chevrolet)公司的普通股股票，你所獲股息祇合百分之二點二，收益率比較獲利最少的政府公債還要低，同時，美國開納密(American Cyanamid)公司股票的收入率百分之二點五(恰跟庚種公債一樣)，蒙哥茂利(Montgomery Ward)公司也是如此，還有許多種普通股的股票獲得的收益更少。

如果你不堅持公債和優先股的安全有着什麼區別，如果你在一九四六年一月買進阿契遜(Atchafson)塔具斯(Topeka)和森打沛(Sanale)等公司的優先股股票(這都是優等的股票)，你可以獲得百分之四點一九的收益。

這比現在經由一家大「投資服務所」介紹作「兼有價格上漲和收益增加可能」的十七種普通股股票（包括最大和最前途的公司）里任何一種股票的收入都高。在「投資服務所」介紹作「兼有穩健的收益和高度流通性」的十九種普通股股票裏，森打沛公司優先股的收益，比其中的十一種都高。

新買踴躍的理由

如果經濟學者們關於證券買者的動機和行動的美麗童話都是真理的話；那毫無疑問，現在股票的價格（從收益來判斷）是太高了。但是這個童話祇是一個過時的故事故事。

在戰時，儲蓄的累積，大多不是出於眼前享受自願式的犧牲。一般地說，美國人民在戰時消費的商品比過去都多，他們之所以不能消費更多的商品，祇是因為商品不多，或已受定量分配的緣故；因此，儲蓄是強迫性的。工商業界不任如何努力嘗試，都無法使用她的利潤。儲蓄並不是由於消費的慾望比儲蓄的誘惑低，而是由於國民所得量超過了出售的商品量，因此，股票收益的減少，並不會減少投資資金的大量累積。即使在正常條件下經濟學家們底理論是對的；但在最近的將來，消費的誘惑還無法減少儲蓄的累積呢！

而且當然，股票的買者並不是為了現有的收益而「投資」，他們所注視的並不是眼前的股息，而是預期的收益；或者，他們是在「長驅」，以應付預期的物價和生活費用上的上漲。許多人都熱衷於純粹的投機，既不關心安全，也不考慮收益，他們希望戰時暴發的橫財謀獲大量的利潤，買進股票只為了預期能賣得更好的價錢。

但現在，也有些安全的象徵。為了保護資金價格而非志在謀利的人們、十分穩健、而且有經驗的信托公司、保險公司甚至是抱着謹慎第一態度的許多銀行，都在關心着股市的安全問題。慈善事業大機構的開納滋公司（Carnegie Corporation），在一九四〇、一九四一和一九四三年大大擴增了她所持有的普通股股票，而在一九四四和一九四五年，賣出的多於她過去所買進的股數。大的金融機構和熟悉市場的投資者，大多在價格低廉時大量買進而在投機家和散戶搶購時出籠。

但對大多數的人來說，股票價格是否太高的問題，祇只簡單地意義

着是否應繼續使其上漲的問題。但任何一種答案，都包括着一個判斷。華爾街人士會做出許多令人愉快的判斷，但作為一個良好的判斷必須牽涉到力圖使各種理由相互均衡的困難任務。這個問題將在下節加以討論。

三 股市升沉的預測

如果妄圖預測行市漲跌的人能够回想起他過去四十八小時以上的壞運氣話，那麼華爾街一定會使得他們名譽掃地，狼狽不堪。要說明這些，再沒有比二十年代末期的繁榮市面的更好例子了。

當時，有些精明的經濟學者，認定一九二八年的市面已經漲得太高，就賣出所有的股票，實現了不少利潤。但當市面繼續上昇時，他們又覺得事情弄錯了，重又補進，而在大恐慌時期破產了。祇有投資顧問為職業巴森（Roger Babson），小投機者的良好導師，在一九二九年的九月預見到了五十點至六十點的下跌。

預測的失敗，大部份都錯在過分地樂觀上。這些預測，不但是出自成爲數千投機者顧問的預言家，而且也出自那些在金融機構被公認爲最穩健和最可敬的權威們。在「黑色的星期二」的前三天耶魯大學教授費雪（Irving Fisher）發表宣言說：「我相信過去幾天股票的下跌，已經驅使股票墮落在堅硬的岩石上。」在這個致命的恐慌最糟糕的一天，摩爾根公司（J. P. Morgan & Co.）的拉泰（Thomas W. Lamont）宣稱：情勢良好，許多股票的市價都已大低。

雖然在十月份價格繼續下跌而大恐慌漸已開始，美國財政部在十月二十四日黃昏聲言信托公司的股票還是不可動搖的。兩位英國最大的經濟學家施丹浦（Sir Josiah Stamp）和凱恩斯（John Maynard Keynes）都說美國股票下瀉將會使全世界獲得利益，因爲不健全的投機已被清算；而且（凱恩斯還斷言說），吸收在證券市場的信用現將獲解放而移注工業，物價即將平定。胡佛總統在十月二十五日也說祖國的基本企業這就是貨物和業務的出產和分配——是正在一個健全和繁榮的基礎上。

十月廿八日的一片賣出，震撼了最強大的公司；而且使一月開始以來的漲價所得化爲烏有。但洛克菲爾（John D. Rockefeller）宣稱：證券價格的下跌是不公平的，他和他底兒子即要買進。福特汽車公司（Ford Motor Co.）在這個緊急關頭重申自己的信心。在十一月三日費雪在紐約前鋒論壇

報(N. Y. Herald Tribune)上重又寫道：「股票價格現已『極端低廉』，但就是就在第二天，股市又下跌了十至二十點。」

市面不穩的因素

如果股票的市價僅僅是反映着經濟上的真實情況的話，那判斷就不十分困難了。在一九二九年犯着錯誤的權威們，都毫無疑義地忽視了這個道理。他們沒有預見到經濟恐慌，而相信着高昂的股價祇是有充份理由可以預期的利潤增進的一個預兆。

當時的物價和生活費用並沒有膨脹，工資的購買力顯而易見的增加，像是一個神奇的技術改良似地提高了工業的生產率。在一九二七和一九二八年，農產品價格都幾已恢復戰前的水準。邊際利潤增加了一倍而且顯得直線上昇。工商界都在擔心者存貨不要堆積得太多。

當時，某些最有思想的金融學者相信着美國正處在戰勝企業循環的轉換點上。在回顧過去的時候，我們往往可以發現許多事情都錯了；但即使在現在，力能勝任的學者們對於經濟恐慌的課程，還沒有着一個共同的結論呢。

實際上使得市面升沉的因素（特別是在一個短時期里），並不是基本的經濟狀況，而是業股者的意志。有一個十分科學的方法可以預測市面，即經過一番慎重的選擇手續以後選出最有代表性的買者和賣者們給予測驗並加以心理分析。於是我們可以粗略地覺得；他們都是不合理的希望與恐懼的犧牲品。當市價上漲時，他們覺得利潤激增，除了幻想以外並不作別的事情。但當惡劣的謠言傳出時，他們使祇有驚惶不已了。不論這些謠言是真是假，而且即使謠言是真的而對於工商業的前途却沒有多大影響時，他們也會如此。

因此，最能被一般投機家廣泛採用的判斷，才是最優良的判斷。毫無疑問，當股票顯著上漲後，不久即將重趨下跌。下跌是發生在一定價格上

售出的股數超過在該價格上買進（願意買進和有力買進）股數的時候。但這將在何時發生而且將會繼續多久，則是不可能計算的。如果大家都能算得很準的話，那也就不能有投機存在了。

繼續繁榮的理由

當投機家抬高股價致使股票收益率與政府公債利息率相差不過（一如最近發生的情形）時，他們還在相信者股價將會繼續趨向高峯。能不能有一個邏輯上的根據來支持這個信念？

美國底公司在戰時的利潤超過一九三九年的一倍以上，而股息却沒有多大的增加。大家都希望高度的利潤能繼續維持，而讓股息可以開始反映這些非常的收益而隨着增加。

過分利得稅的廢止，增加了公司收益可供派息的數額。舉例來說，如果未繳利得稅以前的利潤，在一九四六或一九四七年，也像在一九四四年一樣，那麼扣繳利得稅以後的利潤就要比一九四四年多百分之五十以上，此一九三九年增加了三至四倍。

因為股息在戰時並沒有多大的增加，美國的股份公司都積有鉅額的贏餘，而其儲蓄現已大多成爲現金和其它變現資產的形態上。在美國歷史上從來沒有過這樣的金融實力，即使利潤不再增加，他們也可以付出更多的股息。

如果物價一旦改觀（不論是否由於聯邦當局或物價管制的廢棄），它即將不斷上漲。幾乎是所有的貨物都顯然求過於供，而且相當時期內決無法改善。通貨膨脹至少在一個相當時間內將足以鼓勵投機、刺激上漲并貶低利潤的價值。

股市的買賣雖因工廠罷工、生產中斷和產量減少而大感煩惱時，但對於工資提高的將要危及邊際利潤的煩惱并不能如此之甚。最大的投資服務公司之一，最近曾經分析美國鋼鐵公司說：如果每小時工資增加一角五分而每噸售價提高四元，利潤將要比罷工以前更大。依照這個計算，工資的

增加，祇合總成本百分之三點五，而售價的提高却合總成本百分之八。於是工資即使每小時增加三角，也會被售價五元的提高所補償。

現在，在證券購買者的手里，握有充沛的資金可供投資，對於股票的可能需要，即使銀行信用已經不能用以投機，也沒有受到百分之百的證據金制度的影響。在戰爭的年代里，工商業和個人手上變現資產已增加了一千四百億美金，其中半數是現款和銀行存款，大多在待機投資，半數是政府公債，如果公債持有人覺得股票有利時，也可以立刻變現而轉購股票。

在紐約證券交易所上市證券的總值達二千億美金，因而個人和工商業在戰時儲蓄的變現資產，即占有現有證券價值百分之七十以上。即使比這個比例更少的資金流到證券市場，也會造成空前的繁榮。

這種在華爾街文壇上倒處可見的議論，不論每日電訊上多少令人不快的下跌，還在支持着市面的繁榮，華爾街在期望着一個工商業的繁榮。即使繁榮的場面無法獲得，但對於繁榮的希望也會造成對股票的熱烈需要。至於這批可能的買者擁有充沛的購買力使其需要成爲『有效需要』(Effective demand)，也是不用置疑的。

即將恐慌的理由

現在讓我們來看那些是以動搖人心、賣出股票並加強股市跌風的理由。

在繁榮的初期進購股票的買者，已經有了可觀的帳面利潤，願意立即賣出股票實現利潤以代替期待股市繼續上漲的賭博。毫無疑問許多人已經這樣做了，更多的人也準備着這樣做法。『利潤到手爲是』的態度，未必驅使股市下跌，但一旦證券市場不能吸誘足夠的新加入的話，它可能是一場恐慌的開始。

但有人反對此說，認爲基本利得稅妨礙了這種『利潤到手爲是』的股票買賣。因爲股票持有在六個月以下，全部的買賣利潤都依照所得課稅；

但如股票持有在六個月以上時，利潤的課稅不得超過百分之二十五。這就是說，買進股票的人至少不願在六個月以內賣出。而且還有人認爲這將使得許多人爲了減低資本利得稅的緣故，即使在六個月以後也不願售出。這種租稅的影響當然是要減少『搶帽子』的買賣數量，但一旦人們確信市面已起回風時，它跟着也會引起大批的拋售。

當股票收益像現在這樣低落的時候，安全第一的大戶的投資者和金融機構，都願意賣出股票掉進公債，公債的行市，已經說明了他們這樣做法的事實。

所有這些影響市面的因素加起來的總和是什麼？而且，這些因素在每一個特定的瞬間將會如何地影響着買進和賣出呢？沒有比任何人所有的智識更多的人，是不能解答這些問題的；但是需要股市更往上漲的每一個投資者，一定要理解：他底賭博絕不是在一個有把握的事物上。

三個預測的可能

這種講法是穩當的：股市的進程，基本上將是遵行着下列三種類型之一：

第一，如果經濟學者們所一致承認的通貨膨脹的危險真正出現，那麼看漲的投機者在一個時期內將會十分富裕。但在幾個月以後，這種通貨膨脹的繁榮將以一場突然的大難爲結束。因此利潤的實現機會，完全取決於售出的時機。有些人可以做到這點，但許多人却可能完全失掉他過去所已賺得的帳面利潤。

第二，在汽車、房屋等等消費品需要都已滿足以前，可能有一個比較長期的、並無物價不斷上漲的工業繁榮。這場繁榮可能持續三年至四年之久，在這階段里，利潤將會增多，股價的趨勢可能隨之上漲。但當週期性的經濟恐慌來襲時，除政府對於維持生產和就業能有有效的計劃，美國一定會遭到一場更嚴重的工商業不景氣。

最後第三種可能是擁護充份就業和經濟擴張政策的人們，充份具有使其政策實現的智慧和權力。在這種情形下，並不傾心於投機而是傾心於安全的投資和適當的收益的人們，將會是幸福的，真正追求着資本主義制度繼續長存的大大小的資本家們，都應該好好地努力促進這個可能性呵！

(續完。譯自一九四七年二月十八日美國「新共和」雜誌)

時論彙輯

改革幣制問題特輯

最近一個月內，自行政院全國經濟委員會擬議改革幣制的方案傳出後，又以貝祖詒氏技術代表團赴美商談美援計劃，改革幣制的問題，頗引起各方的探討與研究。茲將各報評論與各專家意見，摘錄如次。

一 各報評論

(1)大公報社評：「改革幣制的三個基本條件」

我國技術代表團貝祖詒等一行，業於昨天啓程赴美，傳說攜有幣制改革方案。按我國自抗戰以來，物價繼續上漲，已有十年歷史。去年一年上漲的程度，比以前任何一段時期都要急速。除了戰亂的問題以外，通貨膨脹已成爲現在最嚴重最棘手問題。在通貨膨脹之下，一切經濟復興與建設都無由談起。假若幣制改革確在計畫中的話，則我們希望這次能够下一個最大的決心，停止了十年的通貨膨脹，以得到整個經濟的穩定。

但是穩定物價，並不是僅靠改換一個幣制可以成功的。最重要的關鍵，仍然是財政收支的能否平衡。我國在戰前，收支就從來沒有相抵過。所差之數，都是以公債來彌補。在物價上漲、利息甚高的時期，公債是發不出去的。不獨如此，

即在改革幣制以後的相當時期以內，人民鑒於通貨膨脹的經驗，公債仍必不易推銷。所以改革幣制的第一個先決條件，就是用最大的努力，達到收支的平衡。按照現在的收支情形，即使物價完全穩定，而免除了稅收購買力的落後，財政收支相差仍然很大。就是財政部徐次長柏園本月十一日所發表的談話完全做到，離平衡的地步仍然很遠。我們不想穩定幣值則已，欲求穩定，僅靠那個談話中的幾點改善是不夠的。我們必須下最大的決心來增加稅源。除了現在已有的租稅以外，再關新稅。新稅的負擔，只要偏重於富人，就不致影響人民的生計，而收入反豐。除了所得與遺產稅以外，這一類的可能的容易徵收的租稅並不在少。而現在的歲入，以戰前的貨幣計算，則不是一個很大的數目，達到平衡，並不是絕對困難的事。假若我們不從最基本的財政上努力，而以爲只要改革了幣制即可穩定，甚或即可達到收支平衡，那是騙人的話。其結果必致改革幣制以後，過不了許久，而新的貨幣又在貶值。新貨幣再失去了信用以後，物價上漲的速率或反而更增加。我們必須盡我們的全力，用盡所有可能的方法，來達到收支平衡，始能得到物價與一般經濟的平衡。

第二，假若我們因爲財政的平衡，而在改革幣制後真正得到了幣值的穩定，則我們必須準備着接受一個極大的經濟不景氣。在物價繼續漲中，許多的工商事業都是靠物價的上漲始能維持的。他們以囤積的利息來抵補生產的損失。只要物價穩定，則必有大規模的銀行錢莊商店工廠紛紛停歇倒閉。這是一種自然的選擇。凡是效率低微，而必須依賴物價上漲時囤積的利益的，都站不住。但是效率甚高，而不必依賴囤積的利益的，則不致受到影響。去年前年，政府一面拋售黃金以求物價的穩定；另一方面，由於物價上漲的減緩，工商業囤積的利益減少，資金的困難加多，乃大規模放款以爲救濟。那種矛盾的措施，使得黃金用去不少，而物價仍然上漲。在此我們奉勸金融工商業界，應當預爲準備，加強內部，增加效率，必須在物價停止上漲時仍能支持，以應付未來之劫。

第三，經過一段通貨膨脹以後，改革幣制，必須將現行幣值加以慎密的估定。估定不當，則必起整個經濟的動盪，而最終新幣制必將失敗。抗戰結束時，按照我們的物價，應當以美幣每元合法幣四五千元，但是我們規定了二千對一，以致後方物價大跌，銀行工廠商店大量倒閉。另一

方面，法幣與華中偽幣的比價，應當是四十或五十對一，但我們規定了二百對一，結果引起了京滬一帶物價的暴漲，而使以後的穩定更感困難。此外，由於美匯定得太低，國外無論什麼東西都比國內便宜，任何東西進口都有利，而任何東西出口都無利。以致入超增加，出口阻滯，外匯喪失，而進口商品充斥市面，國內工業難與競爭，種種困難。由於工業與出口業的困難，政府又須大量放款以爲救濟，結果物價上漲，而匯率相對的更爲低下。一改再改，無由穩定。我們千萬不可再蹈這種矛盾的覆轍。我們在歷史上可以舉出許多例子，凡是高估本國幣值而求穩定的，其結果不是得到過度的不景氣，就是幣制改革失敗，而須重定匯價。第一次世界大戰後的許多國家，都會有過這個經驗。我們並不是主張過度低估本國的幣值。但是一個妥善的匯價與新舊幣兌換率，的確可以減少穩定貨幣時不景氣的程度，節省外匯與貨幣基金，而使幣制的改革更易成功。我們必將目光看遠。一個新的幣制，是希望其能維持久遠的，不只是幾個月或一年的。假若僅顧到改制當時的短期影響，而不敢放膽決定，則其穩定也只能是暫時的。不久終使貨幣基金枯竭而無以爲繼。

上面是改革幣制的三個最基本的條件，可以決定改革的成功與失敗。並且又是按照我們以往的經驗最容易錯誤的三點。在技術代表團赴美前夕，我們特別指出。希望當局能够排除萬難，推倒一切阻力，以達到真正的目的。（三十七年一月十五日）

（2）金融日報社評：「論借美援改革幣制之可能」

法幣能够改革，是誰都希望之事。我國技術顧問團現在正在華盛頓和美國政府官員交換意見，是攜帶有法幣改革方案的。據聞改革幣制方案不祇一個，其確實內容，無從得知，祇是一鱗半爪的透露出來，和白銀有若干關係。取得美元，購買白銀，作爲改革法幣手段，其可能祇有兩種：一種是充實美元外匯基金，另一種是鑄造銀幣流通。

外匯基金缺乏，原是法幣匯價不能安定之因而成爲對外購買力的匯價，對於匯兌本位的法幣，影響自是決定性的。倘若自美國取得充分基金，作爲準備，而將法幣加以改革，另發新法幣，釘住新匯價而維持之，這似乎不失其爲幣制更新更始之道。問題祇在乎，這新幣發行之後，是否可以就此不再膨脹通貨，因爲法幣現在的跌價不僅是外匯供求問題，而且是發行膨脹問題。

如果美援不一定充作外匯基金，或除一部份充作基金外，尚購得白銀，一如黃金般拋售之以吸收通貨，則過去黃金拋售的經驗，可爲殷鑒。問題的焦點，仍在繼續拋售白銀之時，發行又如何。

白銀自然還可直接充作鑄幣之用。白銀鑄幣流通，是使我國幣制恢復銀本位，並且成爲昂貴的貨幣。銀本位在國際收支和國際貿易上所處的地位，是匯率十分不穩定，因爲銀本位國家的匯率，除受一般外匯市場波動的影響外，還要受金銀比價變動的影響。我國貨幣在國際外匯市場上不可能處於操縱的地位，却難免受人操縱，則雙重變動之害，必在我國。此其一。在各國都實行虛本位之時，我國實行實本位，是使我國貨幣成爲昂值貨幣。昂值貨幣和低價匯率一樣，是不利

於出口和僑匯，利於進口和資金逃避的。此其二。即使撇開這兩點不講，則銀幣鑄出流通，必被大眾所收藏，以其保有價值，因此政府須源源不絕鑄發銀幣，如是則其白銀負擔，恐難勝任。此其三。所以，銀本位制度對於改革幣制的效力，是值得慎重考慮的。

法幣之患在乎膨脹。這膨脹的原因不在本位或準備等貨幣的制度上，而是在發行制度上，過去法幣的發行，不是依據一般通貨發行的原則，而是採取非常發行的形式，發行時或須充作財政支出的手段。這一部份的發行，是未曾有嚴格控制的。這種發行的存在，是膨脹的繼續，即使於發行後將之收回，則膨脹影響已經發生，因之，幣制改革的效力是有問題的。

徐主計長十九日晨九時在國府紀念週上報告本年度預算時，其中有謂新預算雖「收支相差百分之卅九」，然「不致如過去特發行以資彌補」。這是說到正着。法幣如要改革，當然免不了借重一筆美援作爲改革的基金，但是要能改革生效，必須這「不特發行以資彌補」。（三十七年一月廿六日）

一一 專家意見

（1）楊鎮華：改革幣制是需要的，但是要在如何條件之下，才能在消極方面不因爲財政的不平衡而受影響，在積極方面又勉能應付財政無法平衡的需要。本人會於去年十月廿九日在大公報發表過「整理幣制」一文，主張在過渡期間，採用復本位制辦法，使新幣與法幣，在國內同具無限法價，唯仍須對外匯及貿易加以管理，一面發行獨立，準備十足，并建議授權中國銀行，專司

發行新幣事宜，以建立新幣與美元的匯率，是固定的，而新幣與法幣的兌換比率，則不使之固定，而是根據新幣與美元的匯率，照美元黑市核算出來的，使持有新幣與持有外匯無所差異一面仍舊維持法幣制度，使財政需要，不致倚賴發行新幣。俟新幣信用建立，並發行新幣券債，以濟國用。今天如要談改革幣制，本人仍是從前的主張，擬再作詳盡的補充，寫一篇「再論整理幣制」發表。

(2) 盛慕傑：勝利以來，時常看到幣制改革的消息，以及一些專家學者的意見。去年有一個時期，一位商界中的領袖，問我聽到什麼消息沒有，當時我是不相信幣制會改革，並沒有什麼消息聽到，所以反問他如何？他說中國大概要用銀幣了！他鄭重其事的說，而我則姑妄聽之。事實畢竟是毫無下文。

一 今年初在爭取美貸，遣派技術代表之餘，忽又傳改革幣制，而其方式居然回復到用銀，這在身經法幣制度的建立及枯萎的老百姓們聽來，多少有點又驚又喜了。

據傳，美國如果能貸給三億盎司的白銀，便可改革幣制。但美國商人又說，美國可以貸出的白銀，不足一億盎司，似乎用白銀來改革幣制，還是不可能的事。退一步假定美國居然有三億白銀可貸，是不是可供中國改革幣制之用呢？在記憶中，好像有人估計中國的銀元有十六億，法幣究竟收兌到多少銀元不知道，但流通的銀元十億左右總有的，那麼是不是預備一盎司鑄三、三個單位的銀元呢？

其次，萬一真的改用銀幣，三億盎司的白銀之外，還要取得一筆龐大的外匯基金，這個數目

少說點要二三億美元，充裕一點要五億美元，再加上白銀的價值，這一筆數目可就大了，美國能貸多少呢？據說馬歇爾的援華計劃，是從四月份起，分十五個月，共援助三億元，雖說近來傳美援可能有六億，如何動用還成問題哩！

再說，中國本來用銀幣，爲了迎合潮流，才改用法幣，現在走回頭路，似乎有點說不過去。好像有人說，政府用銀的苦心，是在建立幣信，穩定幣值，并從而避免通貨膨脹。可是銀價最不稳定，世所共知，金貴銀賤，銀價高漲，甘苦業已備嘗了。

總之，幣制改革，第一要有安定的政治環境，第二要有充足的生產能力，那麼隨便銀本位也好，金匯兌本位也好，維持法幣制度更好。否則，以英國那樣安定的政治環境，祇因生產力的不能恢復，向美國借了三十七萬五千萬美元，尙不易維持其幣值，中國又如何談得到幣制改革呢！

(3) 吳承明：論理，改革幣制應當在財政收支能够平衡，或希望其能够平衡以後。即使我們迫不及待，必要立即行幣制改革時，也絕對不可以把改幣制作爲平衡財政收支的一種手段。

歷來實行幣制改革時，政府多少都從這改革中取得若干的利益。這利益可分兩種：一種是在新幣掉換舊幣中，政府對於舊幣之持有者，用封存或凍結等方法，沒收其一部份購買力。戰後西南歐各國，同最近蘇聯所用的，都是這種辦法。另一種是在新幣發行後，利用人民對新幣信仰較高的心理（此心理能促使新幣的流通速率減低甚至成爲儲藏購買力的工具），趁機增發一部份紙幣。過去德國之藍敦馬克，即曾發揮此作用。這兩種利益，我們的幣制改革論者，却千萬不要妄

想。第一種在蘇聯曾發揮其平均財富打擊投機者的作用，如在我國實行，必適得其反。我國富者的資財，都是 *Real Estate* 資產（蘇聯所沒有）或外幣，只有窮人手中才爲法幣。同時種種奇妙的兌換法令，亦只有富者可以瞭解，可以討便宜。至於第二種利益，必須在預期新幣發行後能穩定其價值（亦即財政能平衡）的前提下，才有可能，我們沒有這種問題，是三歲小兒都知道的。記得在後方初發關金券時，確曾有鄉下人將關金券密藏起來，今天我們如再在這些愚夫愚婦身上打主意，便未免太不成器了。

要改革幣制，必須先計算一下平衡財政收支的方法，但千萬不可把改革幣制這一著也計算進去。如想以改革幣制的利益抵補財政的赤字，其方法正是殺雞取卵。

(4) 朱斯煌：改革幣制的建議很多，銀本位，金本位，複本位，虛金本位，各有其是。我以爲銀本位弊多利少，不便開倒車，金本位根本談不到，複本位不過是理想罷了，較爲接近的，乃是虛金本位。不過普通所稱的虛金本位，當係指管理通貨制度而言。因爲管理通貨制度，將本國貨幣與金本位幣定一適當的平價及買價賣價，中央銀行以無限制買賣外匯的辦法，來維持匯價的安定，其運用上，含有虛金本位的意義，而是較虛金本位有伸縮的餘地。

此就將來的本位上來說，可是問題的中心，是現在是否已到改革的時機？我以為尙未到此時機。我贊成折中的說話，就是必須待財政經濟有平衡之望時，才能下手改革。因爲究竟財政不平衡，是通貨膨脹的主因。此因不除，難免改制以後新幣不繼續膨脹。況且欲新幣維持其對外匯

價，即使暫不能辦到無限制買賣外匯，至少中央銀行對於外匯的供給，比現在要放鬆得多，否則黑市仍將產生。但在目今國際收支鉅額不平之下，縱使美國能貸予鉅款，但對基金的威脅，實也太大。所以在平衡財政，平衡貿易的三大條件尚無解決之望時，若言徹底的改革幣制，似乎時期尚早。更以種種的技術問題，如幣值水準的決定等，非可倉卒從事的。

竊以為目前唯一要圖，速求物價和經濟的穩定。此貴財政方面力求開源節流，一面進行美貸，藉以輸入國內物價過貴的必需物品及生產器材和原料等。先謀相當時間的穩定，於是生產易於進展，財政和國際貿易自得逐漸好轉，幣值的自然水準，也容易得到，於是再圖改革幣制，方可事半功倍了。

(5) 朱福奎：最近改革幣制的呼聲，到處可聞，而種種的跡象，亦似乎證明這一措施，已漸趨具體化。據一般人的意見，以為當前中國的經濟危機，除了改革幣制外，是沒法挽救的，好像一切經濟的毛病，都出在幣制上，幣制改革倘能成功，一切經濟問題，都可迎刃而解。本人雖然也承認中國的幣制不甚健全，但這與當前經濟的危機，似乎並無多大的關係，而幣制弱點的暴露，毋甯說是由於經濟狀態的不安所促成，因為經濟的不安，幣值才難穩定，假如經濟不安的狀態仍在持續，則任何良好的幣制，亦不能保持幣值的穩定。

現在主張改革幣制的，不外出於下面兩個理由：一是現在法幣的面額雖大，實值則小，在計算上，記錄上，以至於攜運上都不便利，有失貨幣的效能，因而有另換實值較大的新幣之必要。

二是一般心理，對於老法幣已失去信任，要改新幣，最好能鑄造硬幣代替紙幣，則可一新耳目，幣值不致再趨下跌。

關於第一點，發行大票式的改革新幣，其於當前經濟的危機，祇有加重。關於第二點，也許收效於一時，但亦僅一時而已，因為這跡近於變戲法，僅可叫人喝一次采，拆穿了都是假，再玩就不靈了。

改革幣制，首先必須對於貨幣有深切的認識。貨幣之所以有價值，以及其價值之所以能够穩定，必須對外貿易能平衡，則可以保持其外價，對內生產能足用，則可以保持其內價。貿易不平衡而強欲保持外價，外匯基金可以立罄，出口貿易即陷絕境。如生產不足用而欲以硬幣來維持幣值，如果無限制兌換，則何來如許幣財？即使有之，硬幣充斥，籌碼加多，也是膨脹，當前的美國，即處於如此的環境。如限制兌換，則又失去改革幣制的意義。改革幣制的內外環境尚未改善，侈談改革的技術，似乎覺得太早。良好的幣制，沒有良好的客觀環境和之配合，本人恐怕將成爲徒勞之舉。

(6) 劉天宏：我國自從一九三五年（民國二十四年）放棄銀本位制度，改採法幣政策以後，全國經濟賴以復蘇，戰時經濟基礎得以奠定，成效卓著，固不失爲一種健全的通貨制度。嗣因抗戰期中，爲支持龐大的財政支出，發行數字乃逐步增加，形成通貨膨脹，幣值方趨於跌落。勝利以後，戰亂頻仍，交理阻滯，財政收支仍未平衡，發行愈多，以致喪失幣信，造成今日惡性通貨膨脹下之經濟危機，追源溯始，不在法幣制度之不良，而是因受戰事影響，全國經濟創傷過重，

法幣成了財政政策的犧牲品。

如果說在財政收支愈趨不平的今日，而實行改革幣制，發行一種以外匯爲基礎的新幣，藉以收縮數字浮濫的法幣，此種新幣制的基本精神，與法幣政策初無二致。要求這種新幣制的成功，必須要有一個新的經濟環境。因爲一國經濟之是否能有辦法，端在國家有效財富與國民收入之增加，而國際及財政收支近乎平衡，才能收到預期的效果。如果經濟環境不能改善，改革幣制僅僅是數字與名稱的變更，換湯不換藥，於事仍屬無補。試看勝利之初，法幣掉換偽幣之際，如能穩定幣值，當不致如今日之糟。或謂新幣有美援爲準備，要知勝利初期，據官方報告及一般估計，政府擁有美金九億元，實力不能謂不雄厚，尙且不能使幣值臻於穩定。今日而發行法幣，其後果如何，當不難想象。

至於目前一部人士，強調主張恢復銀本位。那末問題似乎更爲複雜，可能獲得的白銀數量，以及發行銀幣的種種技術問題，姑置之不談。須知我國如一旦恢復銀本位，銀元在國內爲貨幣，在國外爲商品，此種雙重性格，使得幣制失去自主性，國內物價與一般經濟，受到無法控制的銀價上落牽制，經濟上所遭受的干擾，將無法克服，故欲重溫銀元的舊夢，實屬窮途末路。

當前通貨惡性膨脹，人民對法幣失去信心，造成經濟危機。解救這危機的基本辦法，厥爲平衡財政收支減少通貨發行。如果單從改革幣制着力，固然是捨本逐末，而且新幣值在國內外收支不平狀態中，自難長期穩定。新幣如不幸而再度膨脹，物價再度上漲，則預期的改革幣制的功效將全部落空，政府信用一失再失，經濟危機演

變至彼時，勢將不可收拾。所以我們的意思，與其用美貨作無把握的改革幣制，毋寧以美貨來平衡財政收支，倒是切合實際。財政平衡以後，物價漸趨穩定，信心逐漸恢復，如果，加之國內局勢有所改善，到那時候，再着手改革幣制，可收事半功倍之效。

(7) 郭家麟：在今日談幣制改革，確是個痛苦問題。在物價暴漲的間歇性越短的情形下，如不即時改革幣制，國家財政，國民經濟的危機，日在加重，長此拖延，總有一天到了山窮水盡的時候，其危險何堪設想。但如即時改革，而財政赤字如此之大，國際收支又如此不平衡，冒然改革，亦只能在心理上作極短時期的興奮，不過數月，恐又與現今情形相同，甚至比今日尤壞。

在這種左右為難的情形下，政府人民皆希望藉美國的援助以改革幣制。美國在第二次大戰之後，為全世界唯一有錢的國家，自然有其貸款別國的意向與必要；不然對其本國的貿易與就業就會發生不良影響。但貸款國家的考慮總是先給它自身打算。白銀派議員因其白銀無出路，當然願意貸給中國白銀，同時我國在廿四年改革幣制時，雖然採取與英美匯之釘住政策，但美國人一直還認為中國未取消銀本位，故貸給白銀在他們說實是在名正言順。

但我國要是再開倒車恢復銀本位，從新鑄造銀幣，雖然也可以收一時的安定幣值之效，但其後果却難堪着想。第一，世界各國皆按黃金計算，我國獨用銀，在國際收支上即難收安定之效；第二，今日共產區域即以銀幣為標準，將來如流通銀幣，即難免為其套去；第三，在今日之交易收支上，完全以硬幣流通，不方便之處很多，勢

須另有紙幣補充，在十餘年來紙幣貶值之情形下，一般人心理上已受很大的教訓，如銀幣與紙幣同時流通，貼水及收藏情事實難預防；如再加以共區之故意擾亂，銀幣很可能驅出市面。

最適宜之幣制，還是外匯本位。如美國肯貸給鉅額款項，使我國財政收支與國際收支之赤字，不必再依賴發行彌補，則雖無充足之準備金，幣值亦不致貶低。一般批評外匯本位對通貨之外價雖能穩定，對內價却難免有不穩定現象。但外價既穩定，內價雖有少許波動，因外價對內價之影響，亦能發生安定作用。此點倒無須顧慮。所顧慮者是在國內政局如此不安，美國是否願意貸給鉅款以改革我國幣制。如內亂仍繼續擴大，所貸鉅款亦難免於數月用罄。但如裁亂軍事能够好轉，財政赤字能有減少趨勢，雖國際收支不能平衡，亦不失為改革幣制之良好機會。

(8) 祝百英：人人以法幣為患，所以改革幣制是人人所期望的事。不過改革幣制，不是需要與否問題，而是如何可行問題。改革幣制必須有條件，又必要採取適當的方式。

改革法幣必須發行新幣。要新幣能够獲得安定，則必須政府財政上不再專以通貨的發行作為支出的挹注。現在是財政預算中收入有定，而支出無限，惟藉發行填充之。倘若繼續如此，則法幣儘管改革，通貨膨脹依然，無補於事。所以財政上應有根本好轉的形勢才行。財政既可不唯發行是挹注，則新幣發行，應為純粹銀行的發行。銀行發行通貨有其一定的方式和軌道。為謹慎從事，且可兼採信用較緊的政策。至於收縮通貨，則可視事實的需要而為之。通貨發出後之收縮，不論採取何種形式，如公債，存款等等，不能充

作改革幣制的本體，祇應是幣制改革後的一種附屬手段。這是改革幣制的必須前提或條件。

改革幣制的本質問題，主要的是本位問題。貨幣學上穩定的本位制度很多：有銀本位，金本位和匯兌本位。銀本位我國本來行之已久，亦且受累已久。在世界主要各國都通行金本位之時，銀本位是處於不利地位的。金銀比價時常變動，容易受人操縱。銀本位是在貨幣上處於少數派地位，對國際貿易和國際收支兩不便利。我國總不能為白銀容易借到而犧牲幣制的大利益。

金本位則不然。金本位是貨幣上的多數派，國際收支上十分便利，沒有金銀差價的害處。金子對金子，彼此相同。最強健的金本位自是鑄造金幣作流通。但是在現在改革幣制之初，就發行金幣流通，有兩點不勝負荷之處。在周圍國家尚行紙幣制時，我國發行金幣流通，必然使我國貨幣成為昂值貨幣。昂值貨幣利於進口而不利於出口，利於資金逃避而不利於匯款回國。這是不勝負累的。此其一。黃金鑄幣，容易輸出，即使禁止輸出，亦會走私運出。如果不運輸出國，則亦可被用作資金逃避的對象，將之保藏起來。政府勢必繼續鑄造發行金幣。這樣的黃金負擔是難以勝任的，此其二。所以金幣流通是好，可是負擔却過份繁重。

為減輕負擔，就可以採取匯兌本位幣。將法幣換一單位，釘住一個匯價，以外匯力支持之，這就是辦法。要行這一辦法，必須有緩和的掉換過程。新舊法幣掉換的比率必須公道，不能如偽幣收兌時的偏執。新幣發行之初，必須是掉換，即收回舊幣，才放出新幣，而不是增添的發行。等到舊幣收完，此後新幣的收放，就完全依循銀

行原則進行之。而這一掉換，還必須帶上收縮性質。這收縮不是藉不公平的掉換率行之，而應該採取如強迫存款，予以較高利息，以及發行外幣公債等方式。

(9) 壽進文：目前國內論壇對於「改革幣制」這一課題的討論，會涉及兩個問題：即改革的時機與新幣的本位，而一般的討論似對於本位問題倍感興趣，如主張銀本位，金匯兌本位，以及複本位等均是。

假如我們對於改革幣制這樣一件攸關人民利害的大事，採取比較嚴肅的態度，則我個人認為改革的時機問題實更為重要，因為有時無把握的改革所造成的後果，會比不改革更壞。

側重於應待時機成熟才能着手改革幣制的人，常提出財政收支失衡為通貨膨脹之根源，如此一前提條件不能改善，則貿然改制將仍不能使幣值長期保持穩定。

而反對者則常這樣譏諷地反駁：「財政收支一旦平衡，那就不用改革幣制了啊！」如平心靜氣一想，這種反駁還不免為似是而非的詭辯。假如幣值真的會在目前水準上穩定下來，則法幣一元的實值，是否能適當地充任價格單位，而市場交易又是否會不感到萬分的不便利，從而幣制又是否不再需要改革呢？

反對者又說：「財政收支與物價是一個循環，如幣值穩定，則財政也就可以有辦法。」這種說法也仍難令人苟同：物價繼續固然是支出膨脹的原因之一，但收支失衡的基因仍在於入不敷出；財政收支消去物價影響後的數值仍不能平衡，即是證明。

其實主張應待時機成熟才能改革幣制的人，

除他是十足的機械論者，否則他決不會主張必須待財政收支完全平衡之後才能着手改制。我想他所主張的財政收支方面的時機成熟，當是側重於質的方面：即，必須財政的支出已有可能主要用在發展建設和改善民生上去，而決不再是在其相反的方向，到了那種時候，縱然財政收支還有若干程度的不平衡，但其本質顯然已經改變，也就可以放手改革幣制而無所顧慮，現在來談改革幣制，不妨首先自問：已經具備了這種可能性沒有？

(10) 李榮廷：勝利初期，即有人主張改革幣制，當局在彼時忙於復員工作，未曾顧及，假定當時，如實行改革幣制，我想各方的環境及條件，比現在優越的好多，可惜這一個千載一時的機會，便輕易放過。現在我們又提出改革幣制的時機問題，當前的環境，雖遠不若兩年前的優越，可是如果美國能貸給我們一筆鉅款，足敷收兌現在流通的法幣，改制的重要條件，業已具備其一，不妨試試再看，但是美國貸款，只能助我改革幣制，而我今後戡亂的財政赤字，除增發紙幣外，是否另有可靠的財源？如果仍賴增發紙幣，彌補財政赤字，則現在改制後，一二年後，仍將恢復目前狀態，徒增加人民痛苦與無數紛擾，改與不改，無分優劣。所以我個人認為在改制前，財政方面，應該先擬定具體的開源節流辦法，其次，則對國內戰局，應該有充分的自信，與短期間內戡平戰亂的把握，然後再就幣制改革的技術問題，切實研討。

近日有人主張我國應採行金本位制或銀本位制，此二制，在近世貨幣制度中，已嫌陳舊，不能迎合時代潮流，我國既不大產金，而又不產

銀，美國不肯以大量黃金借給我國，毋待贅述，美國產銀雖多，但只限於美財部收購，白銀自由市價，且嘗在美財部官價之下，我們將來回復銀本位，而仍受制於美國的白銀政策，仍然是得不償失。戰前，美國提高白銀價格，我國白銀大量流出，廿四年十一月三日我政府被迫而採行法幣政策，對外匯採釘着一先令二辨士半之匯率，實為近世各國嶄新的貨幣制度，今日如欲改制，第一，必須增強發行準備；第二，必須充實外匯平衡基金，此二者相輔相成，不可偏廢，而此二宗基金，除美貸外，國人在外存款，似乎可以強制收買，美國既願貸款我國，自應協助我政府調查國人在美存款，增強新幣實力。新幣的名稱，不論其為何，仍以保持管理貨幣制，比較確實可行，如果有人提倡發行硬幣，藉以增強人民對新幣的信心，那便是開倒車的說法，新幣的信用，建築在它的對內購買力與對外匯價能否穩定，不一定要發行硬幣，纔能保持價值儲蓄的手段也。

(11) 華文煜：通貨膨脹發展到如此嚴重地步，第一個原因是生產不振，各種主要物資不能正常供給各地的需要；第二個原因是財政收支不平衡，靠着大量發行來彌補；第三個原因是人民對法幣喪失了信仰心，以致法幣的週轉率極高。這三個原因互為因果，彼此的關係不用細說。

現時談改革幣制，無論辦法如何，對於增加生產和平衡預算，並不一定有直接裨益。可能的作用僅在增加人民對貨幣的信仰心，以減低貨幣的週轉率。或許物價可以因此而臻穩定，使政府大量發行的需要因之減少。但新幣如仍是不兌現的紙幣，在目前環境之下，恐未必能增加人民的信仰心。假如採用硬幣，或同時用可以兌現的紙

幣，信仰心可能增加，週轉率可能減低。但是準備問題極為嚴重。究竟需要多少幣材或準備，才能使改革時的幣值或所訂兌換率在相當時期內維持穩定，我們手頭統計不全，不易估計。為數必甚大。美國在現行政策與輿論之下，能否在這方面充分幫我們忙，還是問題。還有如果環境不變，新幣發行依然遠比生產的增加為速，通貨膨脹的現象仍會一天厲害一天，人民的信仰心依然要動搖，幣制改革的效果仍難持久。

最近報上所載改革幣制建議是心理對策。能否實現固是問題；實行後效果如何也很少把握。我們從改革幣制計劃的本身觀察，所見如此。

(12) 楊桂和：幣制改革是一劑「良藥」，也是一劑「苦藥」。它可以把紊亂的貨幣剷除，代以穩的幣制，使社會上經濟事業得以重新納入正軌，所以是「良藥」。但是要達成它為「良藥」的使命，必需採用的國家肯吃一些苦，就是要接受「穩定性恐慌的苦痛」。這裏包括平衡財政，調整生產，平疲的物價等等。假定實現了，都有些苦楚的，並不比通貨膨脹好受。

也許會有人認為可以用方法避免這些苦楚的，這當然不是完全沒有辦法的。但是要注意的一點，就是因為通貨膨脹把經濟上種種活動，心理以及機構都擾亂了，因此我們才覺得非整理不可。但所謂改革幣制，並不是等於換發另一種貨幣就完成的。光是換一種新幣並不能除去成貨幣紊亂的根據。促成貨幣紊亂的因素不能除去，不能算是改革幣制。

改革幣制所包含的至少有下列幾點：
 ○財政上的收支絕對不能依然不變，而必需講求平衡。

○生產之成本與物價的關係必需重建。
 ○邊際效率以下的生產事業必需淘汰，若干投機事業更不必論。

總之，幣制改良必需能把通貨膨脹期中一切不合理的現象除去，所以不懂政府方面要受約束，即社會方面也一定要能作合理的調整，一定要有一期間大家受苦努力，倒閉與蕭條遲早不免，這是無法可以完全避免的。假定說，政府方面也不願意受約束或不便，社會方面也不肯吃苦受考驗，那麼，還是不必改革的好，因為那不是改革幣制，也不會收改革幣制的效果。

(13) 楊蔭溥：我一向認為今日中國經濟的癥結問題，是在於財政收支的不能平衡，由於赤字龐大，而引起了通貨膨脹，從而產生了幣值貶跌，物價高漲，生產呆滯等等現象。因之我認為一切想解決中國當前經濟問題的努力，都應該集中於這一方面即如何謀致國家財政收支的平衡，唯有這才是治本的辦法。

根據這一點，我曾經主張美國的貸款，應該能直接用來彌補赤字財政，就是說，與其是奢談建設，而弄來交通工具生產器材等等，還不如腳踏實地以現金或可以變現的物資來用以解決財政收支之失衡，從而阻遏通貨膨脹。當時我所設想的辦法是利用貸得美元之一部作為外匯基金，以穩定法幣的對外價值，同時拋售貸得另一部外匯及物資來彌補收支，並且再由政府公開發行數字，并保證今後不再增發紙幣，以加強人民對法幣的信心，如此物價可以漸趨穩定，然後再來改革幣制，才是一勞永逸的措施。

那末，是否可以把美貨直接用來作為改革幣制的基金，而先行改革幣制呢？

這就牽涉到改革幣制與平衡預算孰先孰後的問題，這在今天學者專家的論爭中似乎已與雞生蛋蛋生雞同樣難於解決，不過在我總還以為不論條件而認定先改革幣制足以促使財政長期平衡的，實是不太現實的看法，我同意下列的意見：「改革幣制不可待財政收支平衡以後，但必須在財政收支有平衡希望，或至少其不敷額可望逐漸減少以後」。這就是說，改革幣制雖然不必一定要等財政收支的平衡，但還有一定的條件，這條件也就是我前面所說的法幣發行可以不再增加或是無限制增發，物價漸趨穩定的時候。

如果不問條件而立即改革，那末由於財政赤字之依然存在，通貨膨脹似乎未可因而停止，換句話說，新幣還是可能膨脹的，改革幣制的效力也祇是暫時的了。

(14) 宋同福：我們聽了大家的高見以後，可以得到幾個實質的結論：○改革幣制之時機，大家均主張須在財政收支平衡的希望之後，或在美援借款成功外匯基金充足之時，如冒然先行改革，不久之後又因財政收支不平衡或外匯基金不充足，新法幣又走上舊法幣膨脹之路，則為大家所一致反對者。○對於新幣的本位，大家一致認為銀本位是開倒車，根本不足取。金本位以我國不產金，存金亦有限，一時不易作到。最有可能並合乎管理貨幣理論者，厥為金匯兌本位。○對於改革幣制以後，大家一致認為新財政收支不平衡的彌補方法，不能再行通貨膨脹，新幣發行必須絕對公開與獨立，並對於新幣與舊法幣折換比率，應絕對求其合理公允。○如上述幾點作不到時，則寧可現在不改革，或先試行整理。而其最中心問題，為財政收支不平衡的彌補問題，必須設法增加有錢人的負擔，以減少財政赤字，然後對改革後的幣制，方能發生其預期的效果。(以上見三十七年一月廿六日金融日報座談會紀錄)

法郎貶值問題特輯

本年一月二十五日夜法國政府正式宣布法郎之貶值。規定自二十六日起將原來匯率一一九法郎對美金一元，改為新官價二二四·三九二法郎對美金一元。對於黃金及若干硬幣，亦將開放自由市場。茲將其貶值辦法及各方反響，摘錄如下。

一 官方聲明

（1）法政府聲明。法國政府廿五日發表聲明，宣布法郎之官定新匯率與外匯之自由買賣，並解釋其不得不採取此種步驟聲明中稱：「法國政府前為達成其穩定經濟之目標起見，曾實施反通貨膨脹措施，今日所採取之步驟，已使此等措施完成外匯率之調整，顯屬必要，按法國政府初時頗為躊躇，不能決定其應否僅將法郎貶值，抑或採取較具彈性之方案，但最後仍放棄前一辦法，因法國政府認為在此時即訂定一能滿足一切需要之固定匯率，尚嫌過早，匯率過低，將不能達到穩定經濟之目標，匯率過高，則將使法國經濟遭受妨礙，法政府之聲明又稱：欲使外匯取得其自熱之平衡，自由買賣之過渡時期，實為必要，法國政府深信其所採取之行動，不致妨礙其他國家，為達成同一目標，而作之努力，國際貨幣基金會雖批准法國計劃中的重要部分，但拒絕批准整個計劃，法國政府對此極感遺憾。法國政府準備採取技術上措施，並實行互相配合之管制辦法，以免其他貨幣不能兌換之國家，感覺不安。」

一 法郎貶值辦法之內容

（2）英法政府聯合公報。關於法郎問題，英法發表之聯合公報全文如下：法財長梅逸於一月十六日及十七日，在倫敦與英財相就法政府之貨幣計劃，交換意見，克里浦斯財相於一月二十三日及二十四日，又赴巴黎，繼續進行此項談判，

兩國政府就此事所將採取之方法，意見雖未吻合，然倫敦及巴黎之談話已明示兩國現存關係之坦白及秘密性質，法政府已將其建議，向華盛頓之國際貨幣基金會提出，釋明其所選擇之措施，乃應付現狀之唯一辦法，不擬以之為永久性之貨幣制度，僅為趨向建立基於一個匯率穩定的幣制之步驟，較有利於法國財政經濟政策之目標，英國方面，亦已將克里浦斯財相所持之反對意見，呈報國際貨幣基金會，基金會業於今日發表就此事之聲明，英法兩國政府均已加以注意。聯合王國政府對基金會之聲明，表示一致立場，英法政府就此事之觀念雖異，但仍願繼續合作，俾使任何在現狀下所需之措施，對於英法法郎區間之商務關係，僅有最低限度之反響，兩國政府於此意見相同，在此項諒解精神之下，兩國已決定由雙方之技術專家，立即開始密切合作。（路透社倫敦二十五日電）

（3）國際貨幣基金會之聲明。國際貨幣基金會總裁古特，二十五日夜發表基金會之聲明，拒絕接受法國建立外匯自由市場之建議，對法國之不顧基金會反對，施行其歧視性的多邊貨幣制度，表示遺憾，然基金會亦承認法郎之貶值，確有必要，聲明準備支持對基金會各會員國貨幣，一視同仁的法郎切實外匯率，基金會並對最近數月中，法政府所採穩定國內幣值之預算及稅制措施，表示滿意。基金會對於准許市場有外匯彈性匯率之制度，認為對基金會其他會員國之貨幣，將

有嚴重的不利影響，而為完成法國之目標，並不需要有此項制度，基金會認為因此將引起競爭性的貶值，鼓勵貿易的曲解，造成對其他許多貨幣實力不應有的懷疑，法國之制度，如被普遍採用，將引起匯兌之不穩定，使各國均被其害，法政府認為未便接受基金會之建議，決定不願基金會之反對，逕行施行其計劃，基金會對法國此舉，深表遺憾，當繼續會同法國修改此項制度，以在基金會範圍內，應付法國之需要，古特之聲明避免關於法國退出基金會之可能性，關於法國再向基金會提取美元事，古特指出法政府已向其保證，尙未計及此一行動，法國前此向基金會可提取之一億二千五百萬元，基金會亦不擬變更其償還方法。（路透社華盛頓二十五日電）

(4) 比利時公布新匯價。比利時國家銀行二十五日發表公報，規定自一月二十六日晨起，法國法郎對比利時法郎之官價如下：電匯：買進二〇·四一比法郎對一〇〇法法郎。賣出二〇·四八比法郎對一〇〇法法郎。幣券：買進二〇·二〇比法郎對一〇〇法法郎。賣出二〇·五五比法郎對一〇〇法法郎，約定匯率：一〇，四四二七比法郎對一〇〇法法郎。（路透社布魯塞爾二十五日電）

三 專家看法

(1) 冀朝鼎：中央銀行經濟研究處長冀朝鼎氏談稱：法國此次貶低法郎匯值，并有條件開放匯市，就國際金融及經濟合作言，自屬一大打擊，其對西歐諸國對外貿易及幣制金融方面之不利影響，亦殊不可輕視，故英美政府及國際貨幣基金均表反對，有其充分之理由，就國際合作而談

國際合作，吾人亦將與彼等具同一觀點，惟審察法國所處國內外情勢，則法國之此種非常舉措，又殊值吾人同情，夫貶低幣值，雖為上一年代挽救經濟危機及擴充對外貿易之最時髦手段，但在今日看來，則成一相當不名譽之名詞，今日各國所致力者，在穩定自國之幣值，以內求通貨膨脹之退止，經濟金融之安定，外求國際聲譽之增高，外來援助之促進，况久戰疲憊之法國，物資缺乏，急待外援，原不能犧牲有限之人力物力作極可能不等價之對外交換，故謂法國欲師上一時代之故智，損人利己，以求一己之繁榮，則殊不了解法國之苦衷，不云法國即目前之英國，其努力擴充對外貿易之目的，亦與上一時代不同，上一時代英國欲藉輸出之增進，以求國內就業之充分，今則欲藉輸出之增進，以求換取必需之食物及生產器材，法國此次所為外形上雖與上一時代相同，而實則不同，外形上雖與英國今日所為者不同，而實則同，吾人既同情英國之刻苦自勵，亦不能不深諒法國之實際困難。

自然倘國際貨幣基金國際銀行或美國能及時給法國以足夠之經濟援助，則法國不應採取此種舉措，但法國倘能及時獲得足夠之援助，深信亦絕不至於採此舉措，國際合作固應珍視，但若因參加合作及等待合作之賜予而先不能自存，則雖破壞合作，亦不應負其責，法國今日所為者乃在外援無法救濟燃眉之情況下，迫不得已所採之自力更生辦法，與我國若干年來所經歷者正相彷彿。

英國在去年七月曾停止英鎊之自由兌換，片面廢棄英美間之協定，其動機與法國正同，英國國內早有不少大經濟學者如黑克斯等主張英鎊必

須貶值，如足求取對外收支之平衡，倘英國情勢惡化，而美援又姗姗來遲，則英鎊繼法郎之後貶值，亦非絕不可能之事。至法郎貶值後我國經濟并無影響，因我國今日與法國之貿易為量至微。（三十七年一月二十八日金融日報）

(2) 吳承禧：經濟周報主編吳承禧氏談稱：法國在第二次世界大戰裏，所受的損失非常慘重，戰後想迅速恢復，實在不很容易，所以法國戰後的經濟不能穩定，雖然馬歇爾提出了龐大的援歐計畫，但已經過了好多的時日，尙沒有具體的結果。法國實在不能等待外援來解決國內經濟的艱困，所以毅然貶低法郎價值，實施開放外匯。這種舉措的目的是很清楚的，想從增加輸出，爭取國外市場，同時寬裕外匯收入，增加原料進口，使工廠發展生產來安定國內經濟，不過，法郎和英鎊相同的是歐洲重要貨幣之一，因此法郎貶值給英鎊的影響很大，而英鎊本身在目前也不自然的趨於穩定，是否將為法郎貶值而引起英鎊的貶值，現在祇能說有此可能，回想一九三〇年以後，世界各國都步入不景氣的困擾中，於是紛紛貶低幣值，競爭對外貿易，樹立關稅壁壘，最後就促成了國際政治的惡化，現在法郎貶值，雖然不會迅速引起十分嚴重的局面，但是可能引起新的國際貨幣競爭，國際貨幣基金已呼籲法國不要採單獨行動，而實際法國是不能再等待援歐計劃的實現了，資本主義國家的真正合作是不容易的，因為各國經濟發展的不平衡，也就是各國利益的不相同，因此引起經濟上的矛盾，此次法郎貶值，真是矛盾的一種表現，國際經濟上的矛盾往往加深了政治上的矛盾，而這種矛盾在目前的制度下，好像無法可以消除。

至於法國在法郎貶值的同時開放外匯，其對外匯的新措施在技術上，很值得注意，把出口外匯的半數按官價結售給平準基金會，而自由市場外匯的來源，就有其餘半數的出口外匯，和外國資金，外國旅法人士的費用等。而自由市場的法郎匯價完全根據供求而決定。主要必需品輸入經外匯管制局核准後，將按新官價結匯，而自由市場所得的，可以用以償付一般許可進口貨物需要的外匯。這種措施，目前雖然不能決定其結果如何的成功，但是在過渡時期，實為必要。而這一次法國的措施，對我國目前的外匯政策也很可以作為一個參考。(三十七年一月二十八日金融日報)

(3)張一凡：現代經濟研究所所長張一凡氏談稱：「這次法國法郎貶值，已是勝利後第二次。第一次在勝利後不到半年吧？那末，過了二年，現在又非貶值不可了。」

一年前，法國採行孟納登四年計劃，恢復重工業建設：供應收歸國營後一般重要產業以生產材料。無疑的，這是法國戰後復興初期的下本鋪時代。在國際收支上，僅能略為減輕復興器材必需進口的負擔；其不能維持國際收支平衡，比戰前當然還要困難。因此它隔上兩年，貶一次值；可見其政府已盡了最大的努力了。

法國的社會經濟，原以農業所得，利息所得，及海外殖民地的剝削收入(包括海外投資收入)三大台柱做基礎的。法國的中上資產階級，一向靠着此項收入，維持着奢侈生活。社會經濟之不健全，顯而易見。戰前法郎連續不斷貶值，以謀維持國際收支平衡。國際收支的平衡，雖則更

不獲平衡，可是中上階級的奢侈生活，終於靠着物價不斷回漲所得的利益，而得以維持。

戰後法國政府埋頭於重工業的恢復，中上階級的奢侈生活是多半靠着儲蓄來應付，在仰賴着生產資料進口的復興初期，法國政府終於選擇比較的高匯價政策，所以第一次貶值程度極輕，比當時的黑市差得很遠。可是這次斷然貶值八成左右，並計劃恢復自由匯市。似乎準備不惜放任法郎市價繼續跌落的傾向。這個大轉變，在尚未瞭解目前法國國內經濟現況的時候，吾人只能在下面三個理由之下，做個保留的觀察。

○孟納登四年計劃的實施成績，或許不差，生產資料進口需要程度也比較緩和。因此用低匯價政策以強制人民節約。

○孟納登四年計劃的實施成績很糟，因此維持低匯價政策徒然增加國際收支平衡上的困難，只得忍痛貶值了。

○這是對美國國會刺激，讓馬歇爾援歐計劃的反對者，認識法國政府，對於國際貨幣基金制度上搗蛋的勇氣。

貶值最可怕的效果是物價高漲，法國社會經濟基礎，大半在農業所得。目前，約佔全國工人四分之一的工資收入者，在國營工廠內服務。依許曼政府的性格，貶值後物價高漲加於勤勞階級的負擔，可能已經有了減輕的辦法。假使這觀察接近事實的話，此舉可以收到強制中上階級節約的效力。

吾國對於貶值感覺興趣的人們很多，然而自省我們有那幾點，與法國相像，因而也有這一着棋子的必要？(三十七年一月三十一日金融日報)

四 各報評論

(1)金融日報社評：「論法郎貶值之因果關係」

此次大戰後，法國經濟，一蹶不振，而物資缺乏，與生活費用之高漲，極為嚴重，戰前法國為金本位集團之領袖，法郎外匯，在國際金融市場，儼然與美元、英鎊二者，三分鼎足，其勢誠不可侮，惟自歐戰爆發，法國四面受敵，為支付戰爭費用，國內存金，早已空虛，今法國在政治上，雖已復興，然經濟上，實力脆弱，誠非戰前可比。法國與西歐諸國，去年曾聯合向美國呼籲，請求援助，因是而有馬歇爾援歐方案，現在長期援歐計劃，尚在美國會討論階段，實行似尚有待，而法國經濟危機，則迫在眉睫，上月大罷工案，幾使許曼內閣垮台，法國為復興國內經濟，增加國外物資進口，其勢必以增加國內物資出口，能換取多量外匯，為先決條件，故法政府此次決定法郎貶值，由以前之法郎一百二十對美元一元，貶低為二百二十法郎對美金一元，(掛高百分之八十)其目的即為減輕出口貨價，換得多量之美元外匯，亦即多量之美國物資，我們認為就法國本身立場言，毋庸認為措置得當，未可厚非，不過其中有二樁難關，必須克服。第一，法郎此次貶值百分之八十，顯然違反國際貨幣基金協定，該協定只許會員國在百分之十以內，可以自由調整匯率，而法國此次一躍竟貶值百分之八十，國際貨幣基金，在表面上，當然不能諒解，惟法國如引用為糾正法郎對內外價值之不平衡，而實行幣制改革，國際貨幣基金，當不能反對。我們認為這是一個形式問題，只要在文字上，稍加

修改，不致使國際貨幣基金協定，因法國之舉措，而遭受嚴重的打擊，引起國際間之貨幣戰爭，這一難關，不難突破。

其次，則為英國之阻止，此番英國財長克里浦斯爵士赴法，即為設法阻止法郎之貶值，英國所具理由，誠恐法郎貶值後，歐洲金融市場，即發生動亂，此就英國立場言，英國現在盡量限制輸入，實行飢餓輸出，並與蘇聯簽訂貿易協定，其目的，即為儘量減少美元外匯之需要量，且更進而企圖削弱美元在歐洲之支配勢力，擴大英鎊之支配範圍，恢復英鎊在戰前左右國際金融之原狀。但法國之立場，與英國迥異，法國出口物資，多為消耗品及奢侈品，今天國際市場，只有美國人有此購買力，堪以享受，法郎貶值後，法國商品國外市價，至少能減低百分之五十，對刺激法國內工業生產，防止失業及罷工諸方面，極有裨益，故英國所顧慮者，為心理的作用，而法國為其本身利益計，當然不能聽從英國之勸阻。

此次大戰後，歐洲各國貨幣實力，削弱甚鉅，以英鎊在戰前之威勢，尚須向美國乞援求借，法國戰後瘡痍滿目，客觀條件，遠遜於英國，除仰賴美國援助外，國內自身，亦應從多方面設法，如一味等待美援，將來只有美貨進口，而無法國貨物出口，法國在經濟上，成為美國之附庸，永久不能繁榮，作為西歐集團國家領袖之法國，勢亦不甘出此也。總之，吾人對此次法郎貶值，認為係法國經濟，走向復興之途徑，法郎對美元匯率，早有黑市，而此黑市，約接近於現在貶低之比率，今茲大刀闊斧，公然貶值，使官價接近於市價，許曼內閣之政治家作風，頗值得稱譽。
(三十七年一月二十七日)

(2) 新聞報社評：「論法郎貶值」

第二次大戰以後，法國經濟一直沒有走上復興的路子，而工潮澎湃，更增加了復興的困難，內閣更迭的頻繁，自然不能避免。現行許曼內閣，登台於去年十一月底，他是前內閣的財政部長，即此亦可想像今日法國經濟問題的急待解決。許曼登台以後所遇到的經濟問題，正和我國今日所遭遇者相彷彿，例如財政不能平衡，物價繼續上漲，工資要求增加，外匯黑市不斷上升，出口日見減少。雖則法國國內並沒有武裝的叛亂，所以上述問題的嚴重性，還不如我國之甚，然而要對付這些問題，仍非拿出極大的魄力不可。

不用說，根本問題是在財政赤字，如果把這問題解決，其他諸端都易逐一解決。所以許曼登台以後，在兩個星期以內，便向國民大會提出一個有力的反通貨膨脹案，以期平衡財政。這方案要求徵收一次特捐一千五百億法郎，同時裁撤十五萬公務員。這個方案在國民大會中，無論左翼或右翼的黨派，都加以反對，因為增加人民負擔太重了。國民大會把特捐的數字一改再改，減到一千億法郎。許曼認為這個數字不足以彌補赤字，立即把原案撤回。撤回以後，於本月三日，遂即提出一個新案，準備至少能徵到一千二百五十億法郎。提出以後，各黨又紛紛提出修正案，許曼乃提「信任案」以為抵抗。因為按照法國的憲法，在每屆議會的前十八個月內，不得發生兩次以上的閣潮，否則解散議會。而本屆國民大會的生命尚未到十八個月，但已發生過一次閣潮。所以在本月五日表決許曼財政方案時，許曼一連提出了五個信任案，遂使他徵收一千二百五十億法郎的新案，得以通過。

這是許曼反通貨膨脹的努力經過。假使今年度的財政赤字，果能藉此彌補，則物價及工資問題，自能漸趨好轉，換言之，幣值即可漸趨穩定，再加上馬歇爾援歐計劃的實施，法國經濟自能走向上坡路。現在所留下來的，就是一個匯率問題，換言之，就是貨幣的對外價值問題。

在這次貶值以前，法郎的匯率，規定為一九法郎等於美元一元，四八〇法郎等於英鎊一鎊，這是一九四五年十二月二十五日所決定的，一直維持到本月二十五日。一九四五年聖誕節的決定，是把法郎貶值，貶到與黑市相彷彿，但貶值以後，立即引起新的黑市，由於兩年內法國經濟並沒有好轉，物價並沒有穩定，外匯黑市中法郎的價值，與日值下，一直到最近，竟跌到三百餘法郎等於一個美元。自然，在這種情形下，也和我國一樣，出口貨或則被阻止，因為出口商不願按官價結匯，或則走私，而政府所能控制的外匯資源，則日見減少，以致三年來，法政府出售黃金已達十五億美元之巨。在這個情況下，法國自必想到要把法郎再度貶值，但是，在財政無平衡希望，物價無穩定希望時，法郎貶值以後，法國的經濟是仍不能穩定，黑市依然不能消滅的，其情形，將如一九四五年貶值的結果一樣。所以一九法郎等於一美元的匯率，便一直維持下去。財政物價問題，說明了為什麼法郎對外是維持在一個偏高的價值，同時也是目前其他國家貨幣維持偏高價值的理由。

但許曼把財政赤字解決以後，就使法郎貶值得到了一個可以成功的憑藉。因此，為了鼓勵出口，為了平衡國際收支，許曼自然會不顧英國及貨幣基金會的反對而斷然把法郎貶值了。

這次法郎貶值，其對美匯率自一九一一年增到二一四法郎。這個匯率，顯然還沒有接近市價。同時法政府允許出口商以所得外匯的一半，在自由市場出售，以減少出口商的損失。又允許必需品進口，按照官價請匯，以避免進口必需品的價格上漲。

法郎的貶值，何以不貶到與現行市價相接近，據說是希望自由市場上的匯率，能漸漸接近官價。這個說法，有相當的理由，因為自由市場的匯率，不免受投機及資金逃避的影響，以致跌過正常貿易供求所決定的程度，如果法國物價能漸漸穩定下來，則這種因素將漸漸減輕，以致市場匯價可漸漸接近官價。但事實上這個希望，是不容作過大的估計的。此外，在公報中，法國政府說得很明顯，因為在此時節，尚不能訂定一能滿足一切需要的固定匯率，所以一方面把法郎貶到現在所貶的程度，一方面開放外匯自由市場，以觀匯價之自然變動。果真如此，則我們相信在許曼的心目中，還是準備再來一次貶值的。公報中所說的這個理由，有相當的真實性，然而法郎價值之所以仍被高估，恐怕還有別的原因，這原因就是英國及貨幣基金會對巴黎所施的壓力。(三十七年一月二十八日)

(3) 大公報社評：「論法郎貶值」
本月二十五日，法國的許曼內閣，在反通貨膨脹法案成立之後，又決定將法郎貶值。

我們如果認為去年底的反通貨膨脹法案是法國穩定通貨的第一個步驟，那麼，這次法郎貶值便是穩定通貨的第二個步驟。反通貨膨脹法案的目的，是在平衡財政收支，穩定物價，在通貨猛烈膨脹之後，要停止膨脹，自然必須先求財政收

支的平衡，不以發行彌補赤字。收支勉強能夠適應之後，就應該進一步求生產與消費的平衡及國際收支的平衡，使幣值的穩定，得到一個確切的保障。法郎的貶值，乃是走向這個目標的一個必要步驟。

法國的通貨流通額，在去年年底已在八萬億法郎上下，批發物價指數，以一九三八年為一〇〇，去年四月便已漲達八四七，通貨與物價都已上漲八倍，而外匯匯率並沒有比例調整。一九三八年時候，約三四法郎等於一美元，在這次法郎貶值以前，還是一一九法郎合一美元。很明顯的，匯率與幣值是脫節的。這脫節的匯率，一向依靠不自然的方法加以勉強維持。例如輸送黃金以及借外債等辦法。為了維持這匯率，法國的存款，在過去兩年中已消耗三分之二。

今年一月二十六日，法郎貶值百分之四十，法郎官價匯率改定為二一四。三九二法郎合一美元，八六四法郎合一英鎊，同時設立外匯自由市場，買賣美元幣。除了官價匯率以外，還有自由市場的匯率，按供求原則決定匯價。如此，法郎的匯率當可與自然水準相接近。

法郎貶值以後，將予法國的出口貿易一大刺激。通貨膨脹刺激進口，打擊出口。據法國新聞社消息，去年一年法國入超達一千三百三十四億法郎，佔進口總額三分之一強，法郎貶值後當可增加出口，消滅入超。法國的工業，在二次大戰後，產量增加得很快，出口工業當可利用貶值後有利的形勢，擴大海外市場，那是沒有多大問題的。可是在海外市場上，有很多法國貨對英國貨處在競爭的地位，法郎貶值後，勢將對英國的出口推廣計畫予以嚴重威脅。所以在貶值前夕，英國重要閣員之一的克里浦斯，親自到巴黎，勸阻貶值。貶值之後，倫敦一部份人認為英鎊非同樣貶值不可，因此英鎊的市價一度從美元四元跌為兩元五角。

法郎貶值後另一個效果，便是逃亡在海外的法郎，從此有希望可以回到本家。法國在通貨膨脹期間，有大量資金逃避在海外，這次許曼內閣採取第一次大戰後普恩賽的辦法，穩定法郎在一個較低的水準，以引誘逃亡的法郎回流。此舉如能成功，對於法國戰後復興，以及國際收支的平衡，都有重大助益。不過，要逃資回流，僅僅貶值還是不夠，必須國內物價能保持相當長時期的穩定，使一般人對幣值的穩定有相當信心纔可以，否則不易成功。

這次法郎貶值，幅度太大，與國際貨幣基金協定的規定不符，所以在貶值前夕，基金會方面竭力反對，貶值以後，又規定法國必須在五月以前另行改換為基金會所能接受的貨幣制度，否則不再予法國貸款。法國是基金會的會員國，這一次違反協定的規定，大量貶值，對於基金會的威信以及今後的發展，當然是一重大打擊。國際貨幣基金是大戰時期的產物，當時鑑於戰前各國舉行通貨貶值競賽，由通貨戰爭轉變而為武力衝突，所以為奠定和平基礎，防微杜漸起見，對於各國巨幅貶值，有較為嚴格的規定；可是，在戰後一方面，各國都受通貨膨脹的巨浪所衝擊，另一方面，各國都延用戰時人為管制的辦法，使通貨的外價高於內價，形成匯價高估的現象。這種高估的匯價，在平時維持已經很吃力。要永久維持，更屬不可能，也無此必要。在國際貿易恢復常態以前，通貨的自然匯率不易測知，基金會方面，應該面對當前的事實，對於通貨膨脹國家的匯率調整不妨另定變通辦法，假如目的不在實行匯兌傾銷，擾亂經濟和平的，不妨放寬其尺度，勿斤斤於百分之十的規定。在法國之後，基金會會員國之中，一定還有其他國家，當通貨膨脹結果之時，須要將其通貨的外匯價值作百分之十以上的變動的，我們願意基金會對於這一種情形，能及時加以考慮。(三十七年一月三十一日)

參考資料

證交上市股票發行公司一覽表

● 紡織股

公司名稱	資本額	票面價格	上市股數	成交單位	地址	電話
大通紗廠	五十四億元	國幣十元	全部上市	五〇、〇〇〇	江西路四〇六號三一四室	一六〇二二
中紡紗廠	七十四億二千五百萬元	國幣十元	全部上市	一〇、〇〇〇	甯波路三四九號	九三二一五
永安紗廠	六百億元	國幣十元	四十億股	一〇〇、〇〇〇	南京東路六二七號	九〇一一九
信和紗廠	一百零八億元	國幣十元	全部上市	五〇、〇〇〇	虎丘路八八號	一七八四〇 一六六八二
統益紗廠	三百億元	國幣十元	全部上市	五〇、〇〇〇	甯波路二〇號	一五七九六 一五七七七
榮豐紗廠	一百億元	國幣十元	全部上市	五〇、〇〇〇	天津路二三八號	九八三二四(四線)
恆豐紗廠	一百二十億元	國幣十元	八億股	五〇、〇〇〇	甯波路四四六弄三號	九六五二三
中國內衣	二十億元	國幣十元	全部上市	一〇、〇〇〇	南京路五六二號	九一〇六四一五
新光內衣	二百六十六億元	國幣十元	全部上市	一〇〇、〇〇〇	重慶南路二七號	八二一六七 八四四五二
景福衫襪	二百十億元	國幣十元	全部上市	一〇〇、〇〇〇	漢口路十二號	八六一五〇
景綸衫襪	一百億元	國幣十元	全部上市	一〇〇、〇〇〇	四川中路三三號四一七室	一一九一九
勤興衫襪	一百三十四億四千萬元	國幣十元	全部上市	一〇〇、〇〇〇	漢口路二六四號	九四八六八
五和織造	十二億元	國幣十元	全部上市	一〇、〇〇〇	復興中路一二〇號	八四二一四
美亞織網	一千八百億元	國幣十元	全部上市	五〇、〇〇〇	天津路二〇七號	九四〇〇〇
中國絲業	五億元	國幣十元	全部上市	五、〇〇〇	北京東路三七八號景雲大樓四樓	七三三二四

● 化學工業股

公司名稱	資本額	票面價格	上市股數	成交單位	地址	電話
新亞藥廠	六十億元	國幣十元	全部上市	一〇〇、〇〇〇	新開路一〇四四號	三九八〇〇
信誼藥廠	一百億元	國幣十元	全部上市	一〇〇、〇〇〇	崇明路八二號	四二三八五
中法藥房	五十四億元	國幣十元	全部上市	五〇、〇〇〇	上海北京東路八五一號	九二三三三
九福製藥	二億元	國幣十元	全部上市	五〇、〇〇〇	上海鳳陽路二五〇號	九二〇四二
大中華火柴	五十億元	國幣十元	三億五千萬股	五〇、〇〇〇	四川中路三三號	一五二五三
華豐搪瓷	四百二十億元	國幣十元	全部上市	五〇、〇〇〇	河南南路五八一六四號	八二〇三六
中國水泥	一百億元	國幣十元	六億二千六百股 三萬九千二百股	五〇、〇〇〇	江西路四〇六號	一五一五七一八

華新水泥 二百六十億元

國幣十元 全部上市 一〇〇、〇〇〇

漢口揚子街九號
上海漕池路七號 205室

一六七五四

永安公司 二百五十億元

國幣十元 十六億六千六百七十萬股 一〇〇、〇〇〇

南京路六三五號

九八二八二

麗安百貨 三十一億五千萬元

國幣十元 全部上市 一〇〇、〇〇〇

浙江中路四六二號

九一三一五 九五九九六

國貨公司 一百二十億元

國幣十元 八億股 一〇〇、〇〇〇

上海南京路三四一號

九八四八四

新華公司 六十億元

國幣十元 全部上市 一〇〇、〇〇〇

上海南京路四三七號

九六三六九

● 文化 股

商務書館 一百億元

國幣十元 除董監資格股一百六十股 全部上市 五〇、〇〇〇

上海河南路二一一號

九二三一〇

● 地 產 股

永業地產 二千萬元

國幣十元 全部上市 一、〇〇〇

上海九江路二一九號二〇九室

一三一一〇

聯華地產 一億元

國幣十元 全部上市 一〇、〇〇〇

九江路一五〇號五一六室

一七五二九

● 其 他 股

開北水電 二百七十億元

國幣十元 全部上市 一〇〇、〇〇〇

四川北路阿瑞里

四六二一〇一三

中興輪船 四十五億元

國幣十元 全部上市 五〇、〇〇〇

四川中路二六一號四樓

一七八七〇

市場公告

第三九七號 三十七年一月三日

第六十二期遞延交割交易，定於一月五日（星期一）前市開做，至一月七日（星期三）前市止，一月九日（星期五）交割，特此公告。

第三九八號 三十七年一月四日

案准

財政部上海交易所監理員辦公處 三十七年一月

三日監（三七）字第八一〇號公函開：「案准財政部錢幣經濟部商業司本年一月二日幣已字第四〇一號函開：『查關於上海證券交易所遞延交割交易應否正式辦理一案，業經本兩部呈奉行政院核准，照現行辦法正式辦理。除另由兩部行知外，相應先行函達，即希查照轉知。』等由；准此，相應函達，即希查照為荷。」等由；本所遞延交割交易，自當照現行辦法正式辦理，特此公告。

第四〇〇號 三十七年一月六日

茲據永安紡織股份有限公司本年一月五日函

第三九九號 三十六年一月五日

茲據永安紡織股份有限公司本年一月五日函

報，該公司股東林弼南報失第五次增資股款收據第五九四六一號至五九四六二號，共股份十萬股，特此公告。

茲據景綸衫機紡織廠股份有限公司本年一月五日函稱：「敝公司經三十六年十一月十日股東臨時會議決，增加資本九十億元，連同原有資本十億元，合成資本總額國幣一百億元，分為十億股，每股十元，辦法即每一老股比例認繳九股（內四股由董事會墊付外，五股由股東以現金繳認）。茲定自本年一月九日起，至二十日下午三

時止，為認繳期，逾期認為股東放棄權利，由董事會設法籌足。」等語；前來，該公司開始辦理增資手續，其股票應自本年一月九日（星期五）前市起，暫停交易，所有已做之交易，概以該公司之老股份連權交割，特此公告。

第四〇一號 三十七年一月八日

據中紡紗廠股份有限公司本年一月八日函報，該公司股東任家銘戶名，遺失B字第二二四二九號至二二四三一號股據三紙，每紙一萬股，共計股份三萬股，聲明作廢，特此公告。

第四〇二號 三十七年一月十日

據新光標準內衣染織整理廠股份有限公司本年一月十日函報，該公司股東品記戶，準字第九三一四號至九三四八號股款收據三十五張，每張票面一萬股，共計三十五萬股，業經登報聲明遺失，特此公告。

第四〇三號 三十七年一月十五日

據商辦開北水電股份有限公司本年一月十五日函稱：「查敝公司於三十六年十二月十四日召集第十五屆股東會，經股東提議，先行發給三十六年度股利每股一元，並經全體到會股東決議通過，定於本年一月十五日起，開始發給在案。」等語；前來，所有該公司之股份，自本年一月十五日（星期四）後市起開做除息交易，特此公告。

第四〇四號 三十七年一月十五日

第六十二號經紀人朱建君遷移營業地址，據

報暫停交易，該經紀人應自即日起，暫停入場交易，特此公告。

第四〇五號 三十七年一月十七日

據中國水泥股份有限公司本年一月十六日函稱：「敝公司茲經本月十四日董監聯席會議決，關於上年度股利，每股得整借國幣五元，茲定於本月二十日起，開始發付。」等語；前來，所有該公司之股份，自本年一月十九日（星期一）後市起，開做除息交易，特此公告。

第四〇六號 三十七年一月十七日

第二〇三號經紀人郭午嬌，一月十六日未按規定時間，辦理交割清楚，應予警告，特此公告。

第四〇七號 三十七年一月十九日

敦裕錢莊股份有限公司於三十五年七月申請為本所經紀人，當經轉奉批示，該公司尚未完成公司登記手續，應俟完成後核辦，旋該公司登記辦理完竣，經據情報奉
財政部三十七年一月三日 第一五六三三號
經濟部三十七年一月三日 京商三七字第四四二號
批准為本所法人經紀人，業經辦妥入所手續，抽定第一五〇號空號，即日起准予入場交易，特此公告。

第四〇八號 三十七年一月十九日

據勤興紡織機衫廠股份有限公司本年一月十九日函報，該公司股據戶名王維中，號碼第二九一三四號，股數三萬股，及第二一六五三號股數五萬股；又戶名許壽銘，號碼第三〇〇八七號股數四萬股，業已聲明遺失，特此公告。

第四〇九號 三十七年一月十九日

據永安紡織股份有限公司本年一月十九日函報，該公司原股東劉式金，第一五七三三號股款收據一紙，計股份五萬股；又原股東陸慶永，第三六三六五號股款收據一紙，計股份五萬股，業已遺失，特此公告。

第四一〇號 三十七年一月二十一日

據大通紡織股份有限公司本年一月二十日函稱：「茲經本公司董事會議決，定於一月二十六日起，預發三十七年度股利每股國幣十元紀錄在卷。」等語；前來，所有該公司之股份，自本年一月二十六日（星期一）前市起，開做除息交易。特此公告。

第四一一號 三十七年一月二十三日

據景福衫機織造廠股份有限公司本年一月二十二日函報，該公司許壽銘戶，股款收據四紙，號碼第五九七八六號至五九七八九號止，每紙計股份五萬股，共二十萬股，業經聲明遺失，特此公告。

第四一二號 三十七年一月二十四日

春節前後，本市場參酌商市情形，於二月九日及十日停市兩天，十一、十二、十三日三天祇做前市，自上午十時起至十二時止，對帳時間改為下午三時，十四日（星期六起），照原定時間集會，特此公告。

第四一三號 三十七年一月二十六日

財 政 部

第一六二四九
號通知開：「查該所經紀人所具財產或資本，依

該所營業細則第六條規定為五千萬以上。前以市場動盪股價增高，為保障市場安全及客戶利益計，經指飭該所參酌經紀人現有之資本額及市場情況，提高資本最低限額，凡經紀人資本不足新限額者，責令增加在案。茲為便利經紀人一律辦理起見，各經紀人資本額，至少應為國幣五億元。復查該所經紀人保證金，原為五千萬元，除已以現金及美金債券繳納外，并應增加國幣一億五千萬元，合共為二億元。關於增加保證金部份，應於文到之日公告，并限於一個月內辦竣；增加資本部份，則限於文到之日起三個月內辦竣，逾期不辦，即予吊銷執照。」等因；自應遵照。除分知辦理外，特此公告。

第四一四號 三十七年一月二十七日

第二〇三號經紀人郭午嶠，在大華路九號擅設西區辦事處，經本所於三十六年十二月八日通知停業，撤銷執照，並未照辦。茲查該西區辦事處仍在經營上市證券交易，殊違本所暫行營業細則第八十九條第三項之規定，經本所第一屆第三十二次常務理事會決定，應自即日起暫停入場交易，特此公告。

第四一五號 三十七年一月二十七日

第二一〇號經紀人葉碩臣，遷址營業，其新營業所地址在臨本所核准地點不符，且據財政經濟部上海交易所監理員辦公處查悉，仍在營業所原址內，同時經營上市證券交易，殊違本所暫行

營業細則第八十九條第四項之規定，經本所第一屆第三十二次常務理事會決定，應自即日起暫停入場交易，特此公告。

第四一六號 三十七年一月三十日

上海中國國貨股份有限公司三十六年十二月三十一日函報增資完成，該公司之新股，定於本年一月三十一日（星期六）前市起暫憑股款收據開做，成交單位暫定為十萬股，特此公告。

第四一七號 三十七年一月三十日

據上海中國國貨股份有限公司三十六年十二月三十一日函報，該公司增資新股十二億股中份字第〇一〇〇一號至第〇二〇〇〇號止，共計四億股，股款收據為不上市部份，特此公告。

第四一八號 三十七年一月三十一日

恆豐紡織股份有限公司本年一月六日函報增資完成，該公司之新股，定於本年二月二日（星期一）前市起，暫憑股款收據開做，成交單位暫定為五萬股，特此公告。

第四一九號 三十七年一月三十一日

據恆豐紡織股份有限公司本年一月六日函報，該公司增資新股十二億股中四億股不上市。茲將函報不上市部份股款收據號碼（號碼略），開列於後，特此公告。

第四二〇號 三十七年一月三十一日

據華新水泥股份有限公司本年一月二十九日函報，該公司於三十六年八月二十四日股東臨時

會關於發行溢價增資股，決議如下：

本公司原有資本二百億元，再增加資本六十億元，分二次發行，第一期二十五億元，第二期二十五億元，將來呈請變更登記，亦得先後分別辦理。其發行辦法，議定如左：
一、此次議決增加之資本六十億元，均須溢價發行，除先辦第一期之二十五億元外，餘三十五億元授權董事會，視其需要與實際情形如何，再行議定辦法發行之。

旋於三十七年一月二十六日董事會關於續發第二期溢價增資股，決議辦法：

- 一、本公司續發第二期溢價股，計三億五千萬股，票面總額為國幣三十五億元，連原有資本合為國幣二百六十億元。
- 二、每股票面十元，溢價一百七十元，連本為一百八十元。
- 三、儘先由各老股按比例平均認繳，如逾限認繳不足，其餘額由董事會負責募足之。
- 四、認股期限自三十七年一月三十日起至二月七日截止，同時繳納股款，股東中如認而不即繳款者，統限二月二十九日以前繳訖，惟須繳納自二月七日以後，按照月息壹角計算之遲延利息，以示公允，而免公司受有損失，逾期仍不照繳，應按照前第三項決議辦理。

該公司開始辦理續發第二期溢價增資股，其股份應自本年二月二日（星期一）前市起暫停交易，所有已做之交易，概以該公司之老股據連權交割，特此公告。

第四二一號 三十七年一月三十一日

據上海中國國貨股份有限公司本年一月三十一日函報，該公司股東胡毓英執有之第十一次增資股字第一二二四號儲記戶股款臨時收據一紙，計十萬股，業已遺失，聲明作廢，特此公告。

民國三十七年度一月份統計

(甲) 股市統計

表一 上海證券交易所股票行市指數

三十七年一月份

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								
第 1 週	4239	4939	2937	2364	2783	2453	1862	2343
第 2 週	4639	5540	2918	2294	2645	2362	1312	2192
第 3 週	4387	5274	2604	2114	2514	2238	1633	1985
第 4 週	4523	5415	2603	2249	2511	2399	1799	2022
本月平均	4447	5290	2766	2255	2633	2363	1777	2136

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、信光、景福、勤興及永公七種股票每日前市現貨收盤行市加權編製而成。
- (二)本指數採用加權綜合法。權數之分配根據各股成交金額之多寡而定各股權數如下：
 永紗70% 信和10% 美亞7% 新光5% 景福4.5% 勤興2% 永公1.5%
- (三)本指數以民國三十五年九月十六日至三十日為基期基數等於一〇〇。
- (四)本指數所包含各股個別指數增資後之計算，原則係先調整基期舊股折成新股之價格然後按實計算。其計算方法以永紗例示如下：
 永紗係於民國三十六年七月十七日停市。其增資辦法為一股變五十股，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：
 $[9300 + 250(\text{每股所認繳金額})] \cdot 50 = 191$
 $191 : x = 1400(\text{由9300元算出之指數}) : 100$
 $x = 13.64$
 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

三十七年一月份

單位：每股元

股票名稱	第一週(5日—10日)			第二週(12日—17日)			第三週(19日—24日)			第四週(26日—31日)			
	最高	最低	平均	最高	最低	平均	最高	最低	平均	最高	最低	平均	
大通紗廠	400	310	338.4	345	300	326	305	300	301	340	300	320	
中紡紗廠	600	460	512	520	445	490.8	480	420	456	460	420	440	
永安紗廠	現貨	775	591	673.6	819	713	755.6	758	693	719.3	758	710	738.6
	遞交	787	605	688	840	727	785.6	786	700	745.6	778	729	757.5
信和紗廠	現貨	450	337	388	416	354	385.5	370	325	344	356	324	343.8
	遞交	457	347	396.7	424	370	401.1	385	342	358.8	368	335	355.1
統益紗廠	280	207	240.3	245	210	224.5	240	198	216.5	225	200	210	
榮豐紗廠	285	213	244.2	240	200	220.8	230	190	203.3	220	190	201.3	
恆豐紗廠	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	
中國內衣	340	215	284.9	300	260	281.6	285	245	262.6	300	265	277.5	
新光內衣	現貨	111	905	99	102	86	94.2	98	82	89.5	97	88	92.2
	遞交	116	94	102.9	105	92	98.8	103	85	92.2	99	90	94.5
景福衫襪	現貨	102	80	90.5	95	80	87.1	95	74	82.5	92	86	88.5
	遞交	108	83	92.8	96	86	91.5	97	78	85.6	96	89	91.5
景綸衫襪	353.5	232.5	290.2	*	*	*	*	*	*	*	*	*	
勤興衫襪	現貨	84	57.5	69.3	73	61	67.4	70.5	53	60.7	70	65	66.9
	遞交	91	59	72.7	74	65	70.4	77	56.5	65	70	66	67.5
五和織造	580	450	528.3	580	493	52.4	600	470	523.2	620	520	572	
美亞織綢	現貨	1,470	1,010	1231.7	1320	1080	119.5	1200	1030	1101.6	1220	1100	1171.6
	遞交	1,520	1040	1265	1350	1140	1253.3	1230	1040	1135.8	1300	1180	1212
中國絲業	1,920	1350	1610	1750	1400	1533.3	1620	1320	1440.8	1500	1400	1438.3	
新亞藥廠	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	
信誼藥廠	180	105.6	144.5	140	115	128.3	120	89.2	106.9	125	100	107.4	
大中華火柴	495	355	425	418	370	396.3	400	335	359.1	382	350	362	
華豐搪瓷	現貨	430	300	375.8	415	333	372	341	270	299.9	355	325	335.5
	遞交	470	305	387.3	440	350	387.5	357	280	311.2	365	330	346
中國水泥	470	333	390.7	420	415	416.6	400	330	359	410	370	383.3	
九福製藥	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	
中法藥房	—	—	—	165	135	149.8	154.8	120	133.9	148	140	143.5	
華新水泥	299	195	248.3	255	210	233.5	217	180	203.6	209	180	190.3	
永業地產	8,490	6,380	7,522	—	—	—	8000	8000	8000	—	—	—	
聯華地產	1,035	1035	1,035	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
永安公司	現貨	370	259	311.8	320	265	291.6	290	250	264.1	280	269.1	
	遞交	302.5	263	282.7	—	—	—	—	—	—	—	—	
麗安百貨	56	33.6	43.4	44	37	41	46	34	38.5	40	35	38.3	
國貨公司	*	*	*	*	*	*	*	*	*	30	30	30	
新華公司	56	35	43.8	45	37	40.3	45	35	38.7	41	36	38.5	
商務印書館	425	325	373.3	440	365	403.3	370	310	342.7	360	335	348.3	
開北水電	210	154	182.3	182	160	170.8	183	150	161.6	172	155	162.1	
中興輪船	656	550	592	720	680	706.6	720	720	720	—	—	—	

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) *表示增資停市
(4) —表示當週無行市

表三 上海證券交易所股票成交數量(每週總額)

三十七年一月份

單位：千股

日期	大通粉廠	中紡粉廠	永安紗廠		信和紗廠		統益粉廠	榮豐粉廠	恆豐粉廠	中國內衣	新光內衣		具福襪		景綸衫襪	勤興衫襪		五和織造	美亞織綢			
			現貨	遞交	現貨	遞交					現貨	遞交	現貨	遞交		現貨	遞交					
第一週 (5日—10日)	1,650	3,290	1,002,400	885,800	166,800	152,650	80,750	31,800	增	7,040	939,950	362,950	1,056,350	479,250	6,445	709,600	32,500	1,110	48,250	25,35		
第二週 (12日—17日)	2,500	2,110	987,000	789,900	90,700	111,750	45,200	8,100	3,440	578,250	189,200	630,050	201,000	增	372,700	6,200	710	36,100	10,00			
第三週 (19日—24日)	2,300	3,520	830,700	706,000	71,750	81,200	29,750	11,600	2,080	516,350	179,600	490,300	213,100	資	385,500	38,100	310	27,450	7,30			
第四週 (26日—31日)	500	1,620	796,000	521,800	49,750	50,900	27,550	8,650	資	5,090	649,500	257,600	512,000	228,500	資	425,500	33,200	270	36,000	6,45		
本月總額	6,950	10,540	3,616,100	2,909,500	379,000	396,500	183,250	60,150	—	17,650	2,684,050	989,350	2,688,700	1,121,850	6,445	1,893,100	110,000	2,400	147,800	49,10		
日期	中國絲業	新亞藥廠	信置藥廠	大中華火柴	華豐糖		中國水泥	九福製藥	中法藥房	華新水泥	永業地產	永安公司		麗安百貨	國貨公司	新華百貨	商務印書館	開北水電	中興輪船	總額		
					現貨	遞交						現貨	遞交									
					增	—						增	—									
					—	—						—	—									
第一週 (5日—10日)	3,335	增	17,100	13,500	102,600	74,800	1,950	增	122,200	87,100	3	—	55,500	—	75,900	增	267,100	44,600	171,300	200	5,017,823	2,013,300
第二週 (12日—17日)	1,995	—	10,500	9,750	64,250	29,750	600	—	59,700	40,300	—	—	20,800	—	45,000	—	141,900	14,850	59,700	250	3,226,455	1,337,800
第三週 (19日—24日)	1,870	—	6,900	5,550	59,850	40,800	1,400	—	46,400	26,050	1	—	7,600	—	43,400	—	105,700	9,450	45,700	50	2,731,531	1,266,100
第四週 (26日—31日)	1,555	—	4,600	3,750	71,100	36,650	450	—	48,550	36,700	—	—	6,800	—	27,500	—	90,300	19,950	37,700	—	2,866,585	1,141,100
本月總額	8,755	—	39,100	32,550	297,800	182,000	4,400	—	276,850	190,150	4	—	90,700	—	191,800	—	605,000	88,850	314,400	500	13,842,394	5,758,300

表四 上海證券交易所股票交易金額

三十七年一月份

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	137,930	358,154	496,094
6月	718,796	2,000,137	2,718,933	418,973	358,697	777,670	111,941	241,604	353,545
7月	862,570	1,960,261	2,822,831	372,803	321,780	694,583	190,884	320,728	511,612
8月	748,767	1,305,870	2,054,637	294,003	160,056	454,069	242,987	398,339	641,326
9月	1,000,289	1,422,462	2,422,751	337,522	133,647	471,169	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	2,552,082	2,607,602	4,159,684	638,191	551,156	1,189,347	663,303	852,434	1,515,737
37年 1月第一週	1,435,299	1,055,404	2,490,703	332,325	68,224	400,559	397,196	405,956	793,152
第二週	1,253,066	966,767	2,219,833	333,746	66,112	399,858	277,445	316,783	594,228
第三週	966,142	774,641	1,740,783	264,772	45,168	309,940	267,627	294,653	562,280
第四週	1,012,730	670,124	1,682,854	267,124	47,313	314,437	276,089	303,090	579,179
一月份總額	4,667,237	3,466,915	8,134,152	1,197,967	226,817	1,424,784	1,208,358	1,320,481	2,528,839

表五 上海重要外股行市

三十七年一月份

單位每股千元

股票名稱	第一週(5日-10日)			第二週(12日-17日)			第三週(19日-24日)			第四週(26日-31日)		
	最高	最低	平均	最高	最低	平均	最高	最低	平均	最高	最低	平均
怡和紗廠	640	460	555	640	550	595	635	540	572	585	545	570
英聯船塢	900	705	807	900	800	862	940	810	854	880	810	838
業廣地產	260	175	211	215	190	202	195	175	184	195	175	187
會德豐	1,850	1,420	1,617	1,730	1,610	1,682	1,750	1,540	1,603	1,650	1,500	1,570
怡和啤酒	190	133	164	180	160	172	180	155	162	168	155	163

說明：(1)本表所列最高最低行市，均以每日新聞報商情表外股賣價為準。
 (2)本表所列平均行市為每日賣價之平均數。

表六 上海重要外股行市指數

三十七年一月份

各股皆以民國35年9月16日至28日平均行市=100

時 期	總 指 數	怡 紗	英 聯	業 廣	會 德 豐	怡 酒
37年1月第一週	7,155	6,304	7,447	5,304	9,595	7,126
第二週	7,442	6,758	7,924	5,074	9,930	7,488
第三週	7,104	6,493	7,860	4,621	9,516	7,032
第四週	7,129	6,474	7,707	4,705	9,693	7,068
本月份平均	7,208	6,424	7,735	4,926	9,696	7,179

說明：(1)個別指數係根據每日新聞報商情表之外股賣價所編製者，而以民國35年9月16日至28日兩星期之平均行市為基數，俾便與華股總指數相比較。
 (2)總指數則為上列五種外股個別指數之平均值。

民國三十七年度一月份統計

(乙) 金融物價統計

表一 上海外匯行情

日期	美 匯 每美元合國幣元			英 匯 每英鎊合國幣元			港 匯 每港元合國幣元			印 匯 每羅比合國幣元		
	(1) 官 價	(2) 基 準 價	(3) 指 定 銀 行 實 價	(1) 官 價	(2) 基 準 價	(3) 指 定 銀 行 實 價	(1) 官 價	(2) 基 準 價	(3) 指 定 銀 行 實 價	(1) 官 價	(2) 基 準 價	(3) 指 定 銀 行 實 價
36年												
8月17日	12,000	—	—	48,000	—	—	3,000	—	—	3,600	—	—
18日	12,000	39,000	39,500	48,000	124,800	126,400	3,000	7,800	7,950	3,600	9,360	9,550
21日	12,000	38,500	39,000	48,000	123,200	125,200	3,000	7,700	7,850	3,600	9,240	9,400
23日	12,000	38,500	39,000	48,000	120,000	122,000	3,000	7,500	7,650	3,600	9,000	9,150
29日	12,000	38,500	39,000	48,000	117,000	118,500	3,000	7,312.5	7,462.5	3,600	8,775	8,900
30日	12,000	38,500	39,000	48,000	115,000	116,500	3,000	7,182.5	7,302.5	3,600	8,620	8,745
9月 1日	12,000	38,500	39,000	48,000	115,000	116,500	3,000	7,187.5	7,302.5	3,600	8,620	8,745
3日	12,000	38,000	38,500	48,000	113,000	114,500	3,000	7,062.5	7,212.5	3,600	8,475	8,600
6日	12,000	40,000	40,500	48,000	118,000	119,500	3,000	7,375	7,525	3,600	8,850	8,925
9日	12,000	40,000	40,500	48,000	120,000	121,500	3,000	7,500	7,650	3,600	9,000	9,150
11日	12,000	40,500	41,000	48,000	120,000	121,500	3,000	7,500	7,650	3,600	9,000	9,150
12日	12,000	40,500	41,000	48,000	122,000	123,500	3,000	7,625	7,775	3,600	9,150	9,300
16日	12,000	40,500	41,000	48,000	120,000	121,500	3,000	7,500	7,650	3,600	9,000	9,150
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	10,269.5	10,569.53	3,600	12,353.52	12,635.52
11月 1日	12,000	55,000	55,700	48,000	172,000	174,000	3,000	10,705.21	11,005.21	3,600	12,877.01	13,177.01
4日	12,000	59,500	60,300	48,000	187,000	189,500	3,000	11,638.80	11,938.80	3,600	14,000.65	14,300.65
7日	12,000	59,500	60,300	48,000	182,000	184,500	3,000	11,327.60	11,627.60	3,600	13,626.32	13,926.32
18日	12,000	59,500	60,300	48,000	188,000	190,500	3,000	11,701.04	12,001.04	3,600	14,075.52	14,375.52
20日	12,000	64,500	65,300	48,000	197,000	199,500	3,000	12,261.20	12,561.20	3,600	14,749.35	15,049.35
25日	12,000	73,000	74,000	48,000	225,000	228,000	3,000	14,003.91	14,303.91	3,600	16,845.70	17,145.70
12月19日	12,000	83,000	84,000	48,000	295,000	262,000	3,000	16,120.05	16,420.05	3,600	19,391.28	19,691.28
23日	12,000	83,000	84,000	48,000	270,000	273,000	3,000	16,804.69	17,104.69	3,600	20,214.84	20,514.84
30日	12,000	89,000	90,000	48,000	290,000	293,000	3,000	18,049.48	18,349.48	3,600	21,712.48	22,012.48
37年												
1月12日	12,000	113,500	115,000	48,000	375,000	330,000	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	330,000	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	330,000	3,000	23,339.84	23,639	3,600	28,076.17	28,376

表二 香港申匯美元及黃金行情

時 期	甲 匯 單位：每百萬元法幣 合港元 以收盤行市為準	美 元 單位：美元一元合港幣元			黃 金 單位：每兩港元 以收盤行市為準
		電 匯	匯 票	現 鈔	
一 月 份					
第 一 週					
最 高	32.0	5.08	4.96	4.94	319
最 低	24.0	5.03	4.92	4.91	307
平 均	28.8	5.06	4.93	4.93	314
第 二 週					
最 高	35.0	5.08	5.03	4.98	321
最 低	30.0	4.90	4.36	4.84	306
平 均	32.1	5.01	4.88	4.93	313
第 三 週					
最 高	34.7	5.09	5.02	4.97	323
最 低	32.5	5.05	4.95	4.93	316
平 均	33.6	5.06	4.97	4.96	319.6
第 四 週					
最 高	33.5	5.21	5.12	5.12	341
最 低	32.0	5.10	5.04	5.01	331
平 均	32.7	5.15	5.09	5.08	335.3

表三 上 海 利 率 行 情

時 期	暗 息 (每元月息)	錢 業 公 會 同 業 日 折 (每千元日息)	商 業 銀 行 放 款 日 折 (每千元日息)
一 月 份			
第 一 週			
最 高	0.25	4.50	6.50
最 低	0.23	4.50	6.50
平 均	0.24	4.50	6.50
第 二 週			
最 高	0.28	4.50	6.50
最 低	0.25	4.50	6.50
平 均	0.26	4.50	6.50
第 三 週			
最 高	0.27	5.00	7.00
最 低	0.22	4.50	6.50
平 均	0.25	4.75	6.75
第 四 週			
最 高	0.23	5.00	7.00
最 低	0.20	5.00	7.00
平 均	0.216	5.00	7.00

表四 上海票據交換所票據交換數額(每週平均)

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%
36年12月第1週平均每天	182,626	4,293	3,825	59	2.1	1.4
第2週平均每天	181,309	4,322	3,510	52	1.9	1.2
第3週平均每天	183,498	4,518	4,956	88	2.6	1.9
第4週平均每天	190,207	4,692	5,349	54	2.7	1.1
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

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
1月 第1週	11,645	—	+11,645
第2週	6,567	—	+ 6,567
第3週	4,253	732	+ 3,561
第4週	4,612	696	+ 3,916

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

	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
民國廿六年	1,173	1,163	1,454	1,244	1,068	1,388	1,131	1,10
廿七	1,309	1,325	1,741	1,654	1,424	1,658	1,347	1,48
廿八	1,995	2,128	3,443	2,452	2,421	2,585	2,253	2,32
廿九	4,479	4,487	6,863	5,732	4,918	5,775	4,984	4,91
三十	9,442	8,182	24,77	11,73	11,71	12,41	9,902	10,892
*卅一	27,35	26,41	70,54	30,28	58,40	44,05	37,25	35,274
*卅二	94,46	112,9	393,3	184,6	155,8	156,6	159,4	147,236
*卅三	561,5	706,0	2,274	1,215	1,518	1,682	1,119	1,026
*卅四	25,910	31,063	72,259	45,245	52,834	44,307	59,876	39,736
卅四	590,3	966,1	1,930	1,365	1,892	1,875	1,180	1,192
卅五	4,070	4,974	5,733	6,907	8,088	7,483	4,258	5,199
卅六	29,009	36,526	55,716	49,479	77,908	49,931	37,668	40,253
民國卅六年八月	36,968	45,412	62,361	55,815	92,443	56,911	47,589	48,924
九月	43,341	55,757	74,394	63,368	131,146	81,144	61,558	60,519
十月	60,659	85,666	140,545	106,095	242,550	137,001	89,980	94,813
十一月	69,350	103,865	177,217	123,550	257,092	150,293	103,590	110,043
十二月	90,138	128,013	225,133	156,444	309,673	173,017	132,972	138,126
民國卅七年一月	138,355	161,149	285,279	207,761	378,443	237,971	180,007	188,340
十二月第四週	96,688	29,647	246,023	169,212	305,665	177,749	137,140	144,553
第五週	107,719	136,953	248,901	180,343	308,681	190,175	154,913	155,428
民國卅七年一月								
第一週	128,482	154,333	271,186	198,058	353,180	205,692	159,715	174,860
第二週	138,559	165,576	276,165	215,555	596,218	250,882	184,453	191,688
第三週	135,398	161,933	290,240	209,353	386,145	248,262	188,192	189,806
第四週	152,018	162,965	304,771	208,453	379,594	250,321	189,395	197,321

資料來源：中國經濟研究所編製

*按偽幣市價編製(卅一年四月起至卅四年十月止)。卅四年指數按「偽幣」市價編製者，係一至十月平均，按法幣市價編製者係九月至十二月平均。

表七 上海重要物品躉售價格

單位：萬元

貨品	單位	一月第一週(5日-10日)			第二週(12日-17日)			第三週(19日-24日)			第四週(26日-31日)		
		最高	最低	平均	最高	最低	平均	最高	最低	平均	最高	最低	平均
廿支雙馬	包	3,920	3,420	3,672	3,730	3,430	3,586	3,620	3,390	3,492	3,640	3,410	3,482
靈寶細絨花棧	担	570.4	442.3	495	611.8	591.1	599	611.8	588.6	600	599.3	599.3	599.3
十二磅龍館細布	疋	180	149.5	163	163.5	155	160	164	153.5	159	164	160.5	162
120 東洋人造絲	担	12,600	9,200	10,758	10,600	9,100	9,683	9,300	8,850	9,108	9,200	8,700	8,900
上等白粳米	石	135	125	130	140	134	138	139	131	134	145	140	144
魚作煤塊	噸	1,100	1,000	1,046	1,120	1,030	1,073	1,150	1,030	1,085	1,150	1,150	1,150
青島雙生油	担	295	277	236	337	282	305	320	293	303	360	330	344

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、詳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

上海市社會局證明書市社(證)二字第二四七九一號
 內政部警政廳登記證京警滬字第四一九號
 中華郵政登記證為第一類新聞紙類
 上海年報社印

中華民國三十七年二月出版

編輯者 上海證券交易所
 調查研究處

發行者 上海證券交易所

總經理者 黎明書局
 上海福州路二五四號
 電話：九六四七九號

印刷者 六聯印刷公司
 周家嘴路一〇二〇號
 電話：五二一八一號

零售 每冊貳萬元

廣告刊例

廣告位置		價目
甲等封面裏	每期叁百萬元	
乙等封面裏	每期叁百萬元	
丙等普通全面	每期貳百萬元	
丁等普通半面	每期壹百伍拾萬元	
普通四分之一	每期伍拾萬元	