

# 勞動部勞動基金監理會第 81 次會議紀錄

開會時間：110 年 3 月 25 日（星期四）下午 2 時

地點：本部 6 樓 601 會議室

主持人：王召集人安邦

紀錄：白明珠

出席： 邱委員奕淦                      張委員家銘                      潘委員敏媛  
         楊委員芸蘋                      莊委員慶文                      鄭委員力嘉(請假)  
         蔡委員圖晉                      林委員月能                      盧委員秋玲  
         黃委員瓊慧                      周委員志誠                      張委員琬喻  
         黃委員慶堂                      李委員建興                      張委員士傑  
         莊委員永丞(請假)                盧委員陽正(請假)                高委員晶萍  
         馬委員小惠                      謝委員倩蓓

列席：

## 勞動基金運用局

蘇局長郁卿                      劉副局長麗茹                      蔡副局長衷淳  
張組長琦玲                      李組長志柔                      蘇組長嘉華  
林組長啟坤                      陳組長忠良                      詹主任慧玲  
邱科長南源                      劉科長慧敏                      林科長淑品  
吳科長英傑                      黃科長采萍                      張科長惠群  
顏視察英賢                      黃專員淑美

## 勞工保險局

楊組長佳惠                      鄭專門委員淑敏

## 臺灣銀行股份有限公司

張經理梅君                      林副理貴雯

本 部

王政務次長辦公室                吳秘書立宣  
會計處                              陳副處長美珠

勞動保險司 吳專門委員品霏

勞動福祉退休司

陳副司長惠蓉

邱專門委員倩莉

唐科長曉雲

陳視察聖心

白視察明珠

秦科員煥之

鄭科員勝文

黃助理員瑋琳

詹約聘研究員淑媚

## 壹、主席致詞：

各位委員午安!感謝各位委員撥冗參加本部勞動基金監理會第 81 次會議。

本次會議將報告「勞動基金 110 年度 1 月底止之收支及運用概況」及 2 月份運用績效。2 月績效較 1 月份為佳，期望運用局再為勞動基金創造更好績效。

本次議程還有 2 個討論案，第 1 案為「勞動基金 111 年度資產配置暨投資運用計畫(草案)」，本案係運用局依「勞動基金投資政策書」，於每年 3 月份先擬定下一個年度(即 111 年)資產配置運用計畫，提交本會審議，再依金融環境變化，於 10 月份提出修正，作為勞動基金 111 年資產配置之執行依據。本案攸關基金未來投資績效，請委員提供寶貴意見，俾利提升基金運用績效。

第 2 案是 111 年度勞工保險基金(含勞保、就保基金及職災保護專款)在運用部分的預算案，請本會審議後將併同勞工保險基金收支預算，彙編為年度預算，續報本部循預算程序辦理。

現在會議正式開始。

## 貳、報告事項：

### 報告案一

案由：確認本會上(第 80)次監理會議紀錄，請鑒察。

決定：確認。

## 報告案二

案由：本會歷次會議決議案列管及執行情形報告，提請鑒察。

決定：洽悉，第 80 次會議報告案二、報告案三、討論案一及討論案二共 4 案解管。

## 報告案三

案由：謹陳勞動基金截至 110 年 1 月 31 日止之收支及運用概況，報請鑒察。

決定：洽悉，委員意見請勞動基金運用局參考辦理。

## 參、討論事項：

### 討論案一

案由：謹陳「勞動基金 111 年度資產配置暨投資運用計畫(草案)」，提請審議。

決議：請運用局參考委員意見，持續注意 COVID-19 對全球股、債市影響情形及經濟動向，適時評估調整 111 年度勞動基金各類投資資產配置之風險值及預期報酬率，於本年下半年度修正計畫再提交本會審議。

### 討論案二

案由：謹陳勞工保險基金(含勞保基金、就保基金及職災保護專款)基金運用部分 111 年度預算案，提請審議。

決議：本案原則同意，有關經費編列及來源等，請勞動基金運用局另依預算編列規定及程序辦理。

肆、臨時動議：無。

伍、散會：下午 16 時 20 分。

## 【附錄：與會人員發言紀要】

壹、主席致詞：(同會議紀錄，略)。

貳、報告事項：

報告案一：確認本會上(第80)次監理會議紀錄案。

主席裁示：確認。

報告案二：本會歷次會議決議案列管及執行情形報告案。

- 1、勞動福祉退休司唐科長曉雲報告：(如議程，略)。
- 2、主席發言：請勞動基金運用局就受託機構查核評等結果補充說明。
- 3、勞動基金運用局企劃稽核組陳組長忠良說明：(如議程，略)。
- 4、主席裁示：洽悉，第80次會議報告案二、報告案三、討論案一及討論案二共4案解管。

報告案三：謹陳勞動基金截至110年1月31日止收支及運用概況案。

- 1、勞動基金運用局財務管理組林組長啟坤報告：(如議程，略)。
- 2、邱委員奕淦發言：退休金為勞工的退休生活保障，新制勞退基金規模占整體勞動基金一半以上。近年來討論開放勞工自選投資組合，可參考國內私校退撫基金自選投資(分為積極型、穩健型、保守型)，建請勞動基金運用局就勞退基金與私校退撫基金績效，蒐集相關資料，再向委員們報告。
- 3、張委員士傑發言：委外與自營在金融資產評價後報酬率有明顯差距，債務型證券在一般公認會計準則，依持有之投資目的不同而有不同的會計處理原則，請問為何委外評價後的報酬率偏低？
- 4、林委員月能發言：
  - (1) 某受託機構在國外106-1絕對報酬債券型及101年全球新興市場主動債券型(續約)二批次帳戶，其委任迄今投資報酬率分別低於目標報酬率及指標報酬率，請說明原因。

- (2) 某受託機構在國外 107-1 絕對報酬股票型帳戶，其委任迄今投資報酬率低於目標報酬率，該帳戶前於 109 年 6 月減碼收回部分委託金額，請說明原因。
- (3) 某受託機構在國外 101-1 全球新興市場主動債券型(續約)帳戶，其委任迄今投資報酬率低於指標報酬率，請說明原因。
- (4) 某國外 96 年全球新興市場主動股票型(續約 2)帳戶，其委任迄今投資報酬率低於指標報酬率，該帳戶前於 109 年 12 月減碼收回部分委託金額，請說明原因。

5、黃委員慶堂發言：

- (1) 110 年 1 月份新、舊制勞退基金因收回部分國內委託經營帳戶資金暫存於金融機構，請問是否將新增銀行存款再投資於其他金融商品，以增加基金投資收益。
- (2) 簡報資料顯示 110 年截至 2 月底止勞動基金整體運用績效表現不錯，近期美國聯邦眾議院表決通過 1.9 兆美元新型冠狀病毒疾病 (COVID-19) 紓困法案，及美國公債殖利率飆升，雖然美國聯準會仍強調維持寬鬆貨幣政策，國際金融市場依然波動劇烈，請問勞動基金短、中期資產配置是否有相關因應策略？

6、楊委員芸蘋發言：報載行政院院會通過「勞工職業災害保險及保護法」草案，將送交立法院審議，請說明該草案中關於職災專款提撥及運用的相關規定。

7、馬委員小惠發言：

- (1) 國內權益證券自營是買個股，委外由投信代操，請問國外權益證券自營如何操作？
- (2) 國外權益證券的自營與委外，都是投資於同一國外金融市場，在 109 年下半年自營報酬率較委外為高，以舊制勞退基金來看，109 年 12 月自營評價後報酬率與委外差距懸殊，而 110 年 1 月

自營報酬率明顯下滑，與委外報酬率接近，請問 109 年度自營與委外報酬率差異大的原因及自營報酬率在 110 年 1 月大幅下滑的原因？

- 8、陳組長忠良說明：私校退撫基金受益人數及運用規模遠低於新制勞工退休基金。私校退撫基金自 102 年 3 月至 109 年 9 月止，穩健型及積極型的投資績效有時高於新制勞工退休基金，惟該基金之保守型、穩健型及積極型的規模加權累積收益率低於同期間新制勞工退休基金的累積收益率。又私校退撫基金約有 8 成資金投資於國外金融商品，尤其在美國，且有相當的比率投資於波動較高的高收益債券，不同於新制勞工退休基金的穩健、分散且多元的全球資產配置方式。
- 9、謝委員倩蓁發言：新制勞退基金與私校退撫基金在提繳人數及規模均不同。國外退休金自選投資標的必須自負盈虧，而目前新制勞工退休金享有政府最低 2 年定存收益保證，故以往調查勞工朋友對勞退自選之看法，因須自負盈虧，勞工參與意願並不高。今年下半年將會調查勞工對勞退自選的意願及想法。
- 10、邱委員奕淦發言：依我所蒐集私校退撫基金投資績效，102 年至 109 年積極型及穩健型累積報酬率約 50%、保守型約 15%；109 年全年積極型及穩健型累積報酬率約 10%、保守型約 3%。目前國內年輕世代自主性高，可承受較高風險，投資偏向積極型，若未來同意開放勞工自選投資之人數增加時，請問如何規劃相關方案？
- 11、勞動基金運用局蘇局長郁卿說明：有關勞動基金與私校退撫基金績效比較資料，於會後另向委員提供。
- 12、勞動基金運用局國外投資組李組長志柔說明：
  - (1)國外債務證券自營及委外在策略上的差別，係因自營以持有至到期日債券為主，以新制勞退為例，約占全部債券之 80%。另 110

年自營績效表現優於委外，係因委外績效受 1 月美國十年期公債上升 20 個基點影響，按市值計價 (mark to market)，產生資本損失 (capital loss)，而自營部分係賺取利息收入，故自營表現相對較佳。反觀 109 年市場殖利率下跌，自營績效則較委外為低，所以國外債務證券自營和委外績效互有消長。

- (2) 某絕對報酬型帳戶之投資報酬率較目標報酬率低，因其採取保守策略，109 年第 1 季受 COVID-19 影響，債券存續期間(duration)較短，第 2 季債券市場逐步上揚，因存續期間未即時拉長，加上投資組合又以配息為主，績效未能提升，將持續觀察並與經理人隨時討論調整投資策略。
- (3) 某相對報酬型帳戶之績效表現未如預期，因目前新興市場債券指標中，有 50%係以本地貨幣 (local currency) 計價，109 年以本地貨幣計價公債上漲幅度較小，以強勢貨幣 (hard currency) 計價公債上漲幅度較大，該帳戶公債部位在強勢貨幣計價，採減碼策略，致績效不如預期。
- (4) 某絕對報酬型帳戶之投資報酬率落後目標報酬率，109 年收回部分委託金額，於減碼收回時，經理人在投資組合係等比減少資產配置，不會因為收回部分委託金額而影響績效。雖 109 年績效呈現負數，惟 110 年 1 月投資報酬率和目標報酬率的差距已逐漸縮小。
- (5) 某相對報酬型帳戶之投資報酬率落後目標報酬率，經理人投資策略較著重投資本地貨幣計價之公債，惟近期債券市場未上漲，致其績效表現未如預期，本局將持續觀察。
- (6) 勞保基金某相對報酬型帳戶之績效不佳，因其投資組合未布局景氣循環或能源、原物料個股，惟去年第四季此類產業上漲較多，故績效不如預期，其布局雖偏向消費類股，但 110 年因子投資反

轉，目前績效已超越指標報酬率。

(7)有關新制國外委託經營金額增加部分，係因某批次撥款 7.5 億美元。

(8)國外債務證券因應公債殖利率上升，會逐步增加持有至到期日債券部位，且策略偏向持有較優質的新興市場及抗通膨的債券。

(9)自營操作以持有 ETF 及共同基金為主，並未持有個股，109 年自營績效優於委外，係因 109 年 3 月股市大跌，自營適時加碼投資，當市場反彈時，產生較多資本利得 (capital gains)。

13、勞動基金運用局國內投資組張組長琦玲說明：

(1)收回涉案經理人之受託帳戶，因委託金額較大採分階段、分批收回，去年底部分股票收回移轉自營，部分以現券及現金方式加碼 4 家投信 6 個帳戶，部份股票由投信自行賣出。分階段收回現金的部位則於各基金資產配置允許變動區間進行調整。

(2)有關戰術及戰略的調整，在下一提案勞動基金 111 年度資產配置暨投資運用計畫草案將有更完整的說明，在既有的戰略下，個別資產超漲或超跌時，在資產允許變動區間內進行資產再平衡策略 (rebalance)，即超跌時適時加碼，超漲時適時減碼。

14、馬委員小惠發言：經運用局說明，瞭解國外權益證券自營是買 ETF 及共同基金，去年有逢低加碼，故比委外報酬率高很多。請問 110 年 1 月份自營的報酬率明顯下滑的原因為何？

15、李組長志柔說明：109 年報酬率以整年度實際報酬率表達，110 年截至 1 月底之報酬率為未年化報酬率。

16、蘇局長郁卿說明：有注意到本局所提供的 110 年 1 月份報表所列示報酬率並無年化，已有提醒同仁，檢視報表呈現方式。

17、高委員晶萍發言：1 月份報酬率無年化，與去年 12 月比較會產生誤解，是否請運用局報表附註說明，以免產生誤解。

- 18、蘇局長郁卿說明：本局將檢討報表呈現方式，或附註說明，以使報表清楚易懂。
- 19、楊委員芸蘋發言：勞動部今年下半年針對勞工自選投資方案辦理問卷調查時，建議最好是採詳細普查的方式，較能瞭解大多數勞工（尤其是年輕勞工）的意願，普查完後的結果，本人會予以尊重。
- 20、蔡委員圖晉發言：退休金為勞工退休生活保障，建議操作宜穩健、保守為宜，若採積極型操作，風險較大，虧損最後仍要求政府負責。
- 21、馬委員小惠發言：勞退自選投資方案因涉及稅賦及修法問題，建議於問卷設計上要讓受訪者清楚瞭解自選投資相關配套。另盈虧自負及政府保證責任的問題，亦要一併列入問卷設計考量，才能真實呈現問卷調查結果。
- 22、謝委員倩蓓發言：今年下半年做勞退自選問卷調查為一般抽樣調查而非普查，相關問卷內容將會讓勞工清楚瞭解。勞退自選投資方案涉及勞工退休金制度重大變革、稅賦優惠等，為確保勞工退休生活安定，會審慎處理。
- 23、張委員家銘發言：國內投信業者積極推動勞退自選制度，勞退自選制度的考量關鍵因素在於勞工須自負盈虧。台灣的民情與國外不同，建議宜審慎調查勞工的意願及接受度，以往國內壽險業及銀行業出問題時，最後都是由政府負責，故日後若實施盈虧自負的勞退自選制度，若未來有損於勞工退休金權益時，最後勞工很可能仍要求由政府負責，目前國內業者推出民間版自選投資方案「基富通」，就是由現行投資人自負盈虧，應加強宣導與勞動基金運用無關。
- 24、謝委員倩蓓發言：關於勞退自選投資方案，委員意見將通盤納入

考量。

- 25、張委員琬瑜發言：運用局投資除考量報酬及風險外，還要兼顧扶植產業及照顧勞工的政策責任，而私校退撫基金無需負有相關政策責任。要先釐清基金投資的目的，如果基金成立目的不同，可能無法把勞動基金與私校退撫基金相提並論。另外，勞動基金國內投資配置較高，長遠來看，投資風險相對集中。
- 26、莊委員慶文發言：問卷調查確有其必要性，但在問卷設計上應合理，對事實進行平實揭露。從橫切面來看，各基金的法源不同，性質不同，投資工具也不同；從縱切面來看，新制勞退基金自民國 94 年 7 月 1 日實施，純舊制勞退勞工工作 30 年，可得 45 個基數的退休金，且其平均工資可能較新制勞退為高。勞工 94 年 7 月 1 日以後始受僱，適用新制勞退，同樣工作 30 年計算，對應舊制只有 21.6 個基數，勞工要有好的退休生活，就要自願提繳退休金，若勞工自提 6%，則退休金為 43.2 個月的工資，且享有投資收益及稅賦優惠。但如果改成勞工自選投資標的後，偏屬退休金理財性質，可能失去保障勞工退休生活之立法目的，因此在問卷設計上應合理審慎，避免預設立場或引導式之問卷設計。。
- 27、主席發言：
- (1)關於勞退自選投資方案，我們會參考委員意見先做問卷調查，採持平呈現，不會預設立場。
  - (2)上個月本部邀請私校退撫基金來部介紹私校退撫基金之運作，也瞭解私校退撫基金從開始到現在，歷經 4 至 5 次的改革，採滾動式方式修正。
  - (3)勞退自選投資並非既定政策，要審慎研議此議題。勞動基金包含三大三小基金，因各基金屬性不同，不會全部基金都推動自選投資。基金具有政策責任，例如扶植國內產業及照顧勞工等，

此與私校退撫基金不同。勞動部會先進行問卷調查，參考國外並對比國內類似基金後規劃。3年前曾進行問卷調查，因勞工自選投資須自負盈虧，多數勞工不贊成。謝謝委員提醒，這是勞工退休金制度重大政策，本部會審慎思考規劃。

28、主席裁示：洽悉，委員意見請勞動基金運用局參考辦理。

### 參、討論事項：

討論案一：謹陳「勞動基金 111 年度資產配置暨投資運用計畫(草案)」。

- 1、勞動基金運用局風險控管組蘇組長嘉華報告：(如議程，略)。
- 2、主席發言：容我補充介紹勞動基金運用局新任局長蘇局長郁卿，蘇局長曾擔任金管會主任秘書、綜合規劃處處長、銀行局和證期局組長，熟悉資本市場及證券相關法規與運作，歷練相當豐富。蘇局長對工作充滿熱忱讓我非常佩服。雖去年經歷某些事件，運用局同仁士氣非常低迷，惟在 COVID-19 疫情下，仍創造佳績，藉此感謝同仁的努力。我們非常期待在蘇局長帶領下，繼續為勞動基金創造更多的運用收益，非常歡迎蘇局長和我們一起打拼。
- 3、黃委員慶堂發言：
  - (1)新、舊制勞工退休基金及勞保基金 111 年資產配置計畫中國內投資運用項目之中心配置比較接近允許變動區間的下緣，國外投資運用項目則較接近允許變動區間的上緣，請問勞保基金國內另類投資配置比低於國外另類投資的原因。
  - (2)另國外資產管理公司投資時會參考巴菲特指標及修正的席勒指標，近期前兩項指標接近高點，故最近國際金融市場波動較大，請問運用局是否動態調整資產配置予以因應？
  - (3)鑑於國內主題型 ETF 的種類及數量有限，建議運用局可思考自行設計參數及模擬某類型 ETF 擬議資產配置並予以投資，以提

升勞動基金國內自營的投資績效。

- 4、蘇組長嘉華說明：資產配置計畫以戰略型資產配置(Strategic Asset Allocation;SAA)為主，至於戰術型資產配置應該如何因應目前市場狀況調整，考量目前台股及席勒本益比均在高位，評價面偏高，勞動基金會適度減持權益證券投資部位，若股市跌至相對低點時，勞動基金也會進場承接。另，勞保基金國內另類投資主要為被保險人貸款及早期持有的土地及房產，近期並無新增國內投資房地產計畫，故勞保基金國內另類投資配置比低於國外另類投資，其他勞動基金並無國內另類投資。鑒於法規規定限制投資單一ETF不得超過發行單位數的20%，勞動基金自營投資國內股票定期篩選績優個股形成股票池，藉由投資股票池內的個股投資組合，也可以達到類似投資ETF的效果。
- 5、張組長琦玲說明：不論計量型或主題型ETF，皆會有風格偏離的問題，亦即盤勢會變化，特定策略並非適用於所有的盤勢。另相關策略追求提高打敗大盤或台灣50報酬率，本局國內股票自營部門在地投資，貼近市場，向來重視由下而上的基本面研究，短中長期績效一直以來表現不錯，新制勞退基金為例，近1、3、5年自營績效，分別為35%、21%、19%，均打敗大盤23%、16%、15%。未來也會適時增加主題型個股或加碼個股權重，如今年一月就掌握強勢的半導體族群。至國內ETF規模在500億元以上僅有兩檔，考量胃納量有適合的主題式ETF也會適時納入投資組合。
- 6、李委員建興發言：美國政府公債為無風險報酬，今年美國政府公債殖利率由0.52%上升至1.6%，就美國及臺灣某些高科技成長類股為例，其股價上揚，殖利率下降，國際資金將可能流向美國政府公債，投資股市將有向下修正風險，提供運用局擬定111年資產配置暨投資運用計畫參考。

- 7、黃委員瓊慧發言：111年勞保基金在國外另類投資的中心配置為12%，其中11%配置於委託經營，而自行運用僅配置1%，以去年的績效表現，自營績效卻是優於委外，此資產配置是否妥適？
- 8、李組長志柔說明：建構基礎建設、不動產投資信託（REITs）及多元資產之投資組合，透過委託國外基金經理人代操較符合經濟效率，自營投資組合以持有指數股票型基金(ETF)、共同基金(mutual fund)為主。目前國際上基礎建設、不動產投資信託發行規模不大，若以自營建構此類投資組合，則容易產生流動性風險，故111年資產配置國外另類投資自營配置比例較委外低。另外，國外另類投資未來以長期穩健布局為方向，透過經理人全球多面向研究資源，長期布局可提供穩健報酬率，雖109年自營績效優於委外，惟自本局成立以來自營和委外長期平均報酬率表現相當。
- 9、張委員士傑發言：債務型證券投資因國內利率較低，故多以國外債務證券為主，本人同意111年度勞動基金各類資產配置。惟在委託經營與自行運用配置上，委託經營配置比偏高。委託經營是以市值衡量，要在市場上頻繁進行交易。剛剛有提到新制勞退基金自營投資國外債券有80%為持有至到期日，其他部分則以市值計價方式，顯然持有至到期日收益穩健，建議可提高國外債券自營比率，購買公司債、美國政府債及以美元計價為主的各國債務證券，有助提升基金運用效益。
- 10、李組長志柔說明：去年國外債務證券自營配置比較低，市場殖利率下跌，收益率不高，今年已討論提高持有至到期日債券比率，避免因未來殖利率上升，對需按市場價格評價之債券產生負面影響。
- 11、張委員琬瑜發言：就國內權益證券109年度實際運用配置比率來看，新制勞退基金自營與委外配置分別為4.3%及14.17%，勞工

保險基金自營與委外配置分別為 21.53%及 3.4%，呈現反向情形。議程第 115 頁有關 111 年度新制勞退基金及勞工保險基金於自營及委託經營配置比亦呈現反向情形。請問原因為何？

- 12、蘇組長嘉華說明：新制勞退基金運用規模遠大於舊制勞退及勞保基金，因此資產配置一個百分點的金額就非常龐大，考量本局有限的國內自營投資人力及承作交易量，故新制勞退基金國內權益證券自行運用的中心配置比低於舊制勞退及勞保基金。
- 13、主席裁示：請運用局參考委員意見，持續注意 COVID-19 對全球股、債市影響情形及經濟動向，適時評估調整 111 年度勞動基金各類投資資產配置之風險值及預期報酬率，於本年下半年度修正計畫再提交本會審議。

**討論案二：謹陳勞工保險基金(含勞保基金、就保基金及職災保護專款)基金運用部分 111 年度預算案。**

- 1、勞動基金運用局主計室詹主任慧玲報告：(如議程，略)。
- 2、莊委員慶文發言：110 年行政院同意撥補 220 億元，是否已經入帳？另 111 年預算案中，未見編列新增應撥補金額，請說明。
- 3、林組長啟坤說明：有關政府 110 年度撥補勞保基金的 220 億元，勞保局於 3 月 2 日已匯入本局勞保基金運用帳戶。
- 4、主席發言：本部會竭力爭取政府撥補勞保基金之預算，但預算程序尚未完成，所以未能明確回覆委員。
- 5、黃委員慶堂發言：勞工保險基金 111 年度預算中銀行存款的利息收入都較 110 年度減少，請說明原因。
- 6、蘇組長嘉華說明：目前央行公布貨幣供給量 M2 成長率已超過 8%，代表貨幣市場資金相當浮濫，利率呈現下降走勢，故微幅調降各基金 111 年度銀行存款的利息收入預算數。
- 7、楊委員芸蘋發言：請問今日行政院院會通過「勞工職業災害保險及

保護法」草案，未來將送交立法院審議，是否可提供相關細節說明？

8、主席發言：

(1)有關勞工職業災害保險及保護法草案內容及重點摘要說明，會後提供資料給委員參考。

(2)行政院今天通過勞工職業災害保險及保護法草案，將送立法院審議。爰立法院安排法案期程無法確定，所以相關提繳金額未編列預算。

9、高委員晶萍發言：有關請金管會協助建立運用局投資人員持股申報系統，證交所已將相關資料送請運用局參考，若後續有需協助或修改，請運用局再與本會連繫。

10、主席裁示：本案原則同意，有關經費編列及來源等，請勞動基金運用局另依預算編列規定及程序辦理。