



Metals Focus

**贵金属月报**

第97期 - 2023年12月



Metals Focus 感谢其合作单位 — 中国黄金协会  
对《贵金属月报》中文版的支持



Metals Focus 感谢以下机构  
对《贵金属月报》中文版的支持



[www.valcambi.com](http://www.valcambi.com)

---



[www.asahirefining.com](http://www.asahirefining.com)

---



[www.randrefinery.com](http://www.randrefinery.com)

---



**SD-GOLD**

[www.sdhjgf.com.cn](http://www.sdhjgf.com.cn)

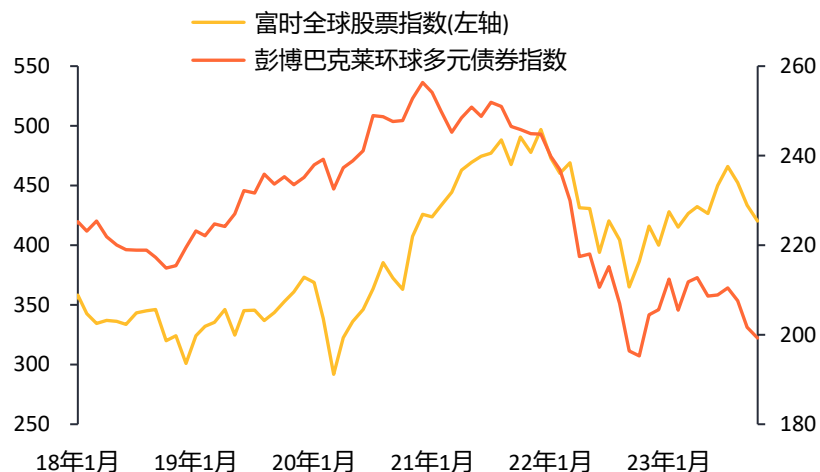
---

# 宏观经济现状与展望

- 连续下跌三个月后，11月全球股市大幅反弹，全月MSCI全球股票(ACWI)指数上涨9%，创2020年11月以来最佳月度表现。
- 在通胀进一步回落和劳动力市场逐渐降温的背景下，市场对全球主要央行货币政策的预期发生重大改变，是推动股市大幅回升的根本因素。
- 投资者不仅认为美国和欧元区的利率都已见顶，目前还预期美联储和欧洲央行最早在2024年3月就将首次降息。撰写本报告之时，联邦基金利率期货价格显示2024年底前将降息125个基点，而在11月初时显示的降息幅度尚只有75个基点。
- 随着越来越多的投资者押注主要央行将较预期更早加息，11月债券收益率大幅下降。例如，截至11月底十年期美国国债收益率已从多年来的高点（接近5%）降至4.2%，美元指数也降至8月份的低位。
- 降息预期不断升温也让黄金和白银受益。在交易量不大的情况下，12月4日金价触及2,135美元/盎司，创出历史新高；银价也涨至六个月来高点。相比之下，三种主要铂族金属的价格则仍承压。
- 展望未来，我们仍认为通胀要降至主要央行设定的目标值尚需时间。更为重要的是，即使会有所放缓，2024年美国经济增长速仍有望保持坚挺。这些都会使美联储把遏制通胀作为首要目标，对降息采取谨慎态度。
- 这最终将导致市场调整降息预期：不仅降息时间会推迟，幅度也将较小。降息预期调整会推高美债收益率和美元，将构成打压贵金属投资的新利空因素（与今年三季度的情况非常类似）。

# 宏观经济现状与展望

## 全球股票与债券市场



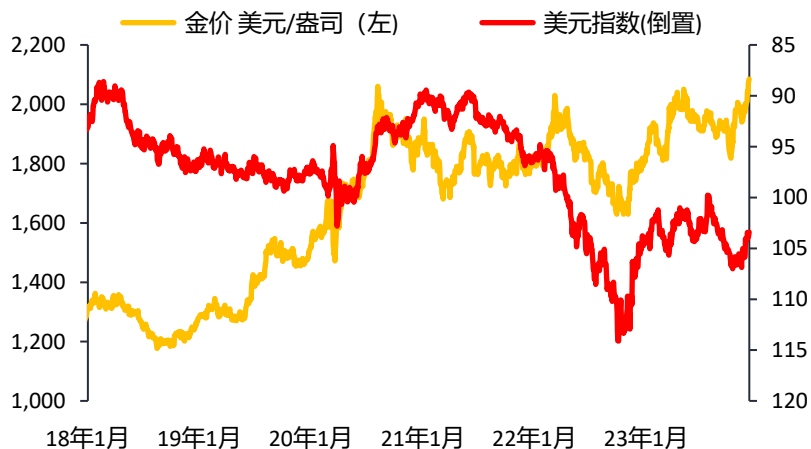
来源: Bloomberg

## 美国5年与10年期盈亏平衡通胀率 %



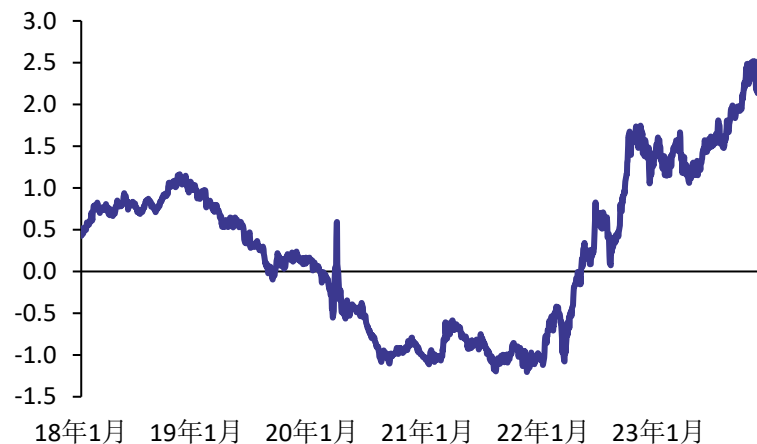
来源: Bloomberg

## 美元指数与金价



来源: Bloomberg

## 美国10年期TIPs收益率 %



来源: Bloomberg



# 黄金市场现状与展望

11月早期短暂跌破1,950美元/盎司后，月中起黄金价格重拾升势，12月4日触及2,135美元/盎司，创出历史新高。之后金价虽回落，但撰写本报告之时仍保持在2,000美元/盎司这一重要的心理关口上方。

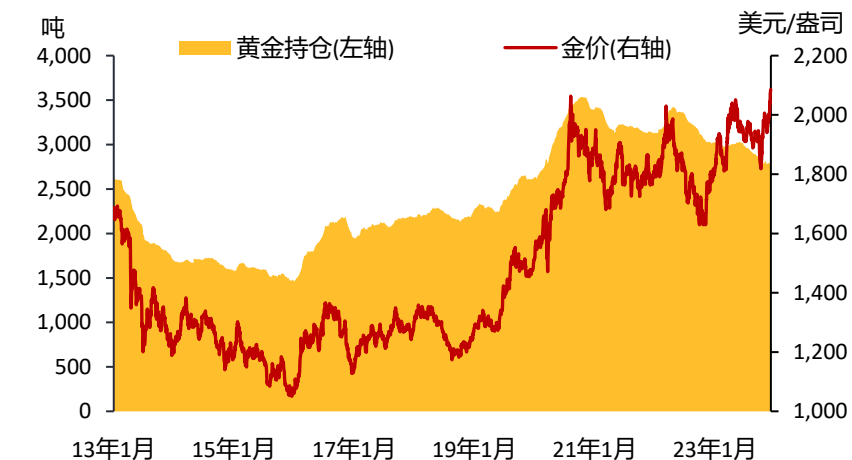
- ▶ 如前面“宏观经济”部分所述，近期金价走强主要是由于市场对主要央行将提前并加速降息的预期持续升温。
- ▶ 随着技术指标转牛，投机性交易量快速上升进一步推动近期金价大幅上涨。这在CME（芝加哥商品交易所集团）黄金期货交易中表现得尤为明显，因新建立的多头仓快速上升，叠加空头回补，11月28日净多头仓升至四个月来高点。
- ▶ 相比之下，中长期机构投资者对黄金的兴趣仍低迷。作为例证，11月资金连续第七个月净流出黄金ETPs（交易所交易产品）。
- ▶ 展望未来，我们已上调了2024年金价预测值。除近期金价走强推高了起始价外，上调理由还包括今年金价表现出强韧性和黄金作为投资组合分散化工具的吸引力日益上升。此外，2024年官方部门有望继续稳健增持黄金，也将支撑金价。
- ▶ 不过我们仍预计2024年四季度前金价将逐步下行。就短期走势而言，我们要提醒的是以色列- Hamas战争爆发以来金价涨幅似乎已过大。尽管金价在触及历史新高后已回落，但仍易于因更多投资者获利了结而进一步走低。
- ▶ 更为重要的是，不同于目前的市场共识，Metals Focus仍认为美联储将坚持其“使利率在更长时间内保持在较高水平”的立场。进入2024年后，一旦事实证明提早加息的自满预期落空，金价可能再度面临下行压力。

# 黄金市场现状与展望

- 在**中国**，11月中旬时上海黄金交易所金价较伦敦上午盘金价的溢价超过70美元/盎司，撰写本报告之时收窄至25美元/盎司左右。过去两周来溢价收窄反映出中国国内黄金供应状况有所改善，但目前的溢价水平仍处于历史高位。
- 在**印度**，虽已进入节日和婚礼季节，但金价涨至创纪录高位抑制消费者的购金意欲。这导致11月中旬时国内金价较到岸成本价的折价扩大至30美元/盎司，创今年4月份以来新高。初步数据也显示，11月印度黄金进口量较前月下降。展望未来，鉴于短期内金价可能仍接近创纪录高位，需求仍将疲软。
- 在**中东地区**，供应受限导致11月土耳其国内金价较国际金价的溢价保持在30-50美元/盎司区间，处于高位。背后的原因是政府持续实施黄金进口配额政策，叠加金价上涨吸引新投资者入市。在美元计价的金价触及历史新高后，撰写本报告之时溢价仍保持在40-45美元/盎司左右。在埃及，由于美元持续短缺，黑市上埃及镑对美元又大幅贬值，国内黄金需求走弱。
- 在**黄金矿产供应**方面，西班牙耶-静水矿业公司宣布已就对旗下南非金矿进行重组，并因持续亏损而关闭Klloof 4号矿井的决定，完成了劳动关系法189条款协商程序。在受到影响的雇员中，575名将被解雇。为启动矿山停运程序，少量雇员和承包商则将被暂时留用。
- **价格预测风险因素**：在金价上行风险方面，如果明年一季度美国核心通胀率快速降至2%，或美国经济陷入衰退，将促使美联储提前并加速降息，应有利于黄金走强。地缘政治紧张局势进一步升级也有望提振金价。在下行风险方面，如果通胀率再度上升，美联储很可能在较其指引所述更长的时间内维持限制性货币政策，进而引发黄金抛售。

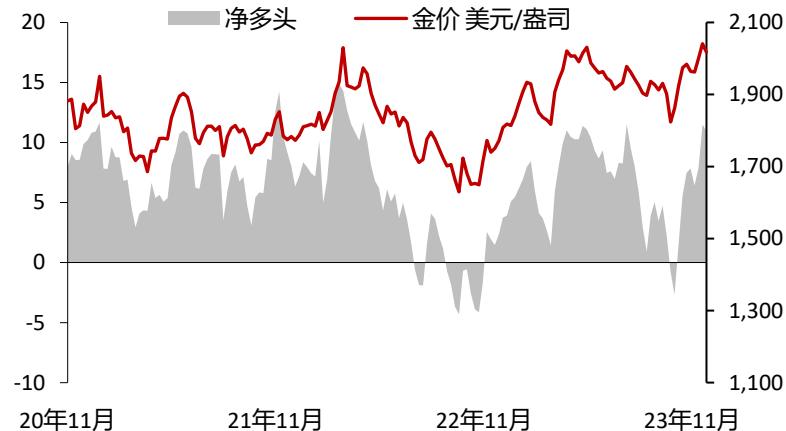
# 黄金市场现状与展望

## 交易所上市基金, 吨



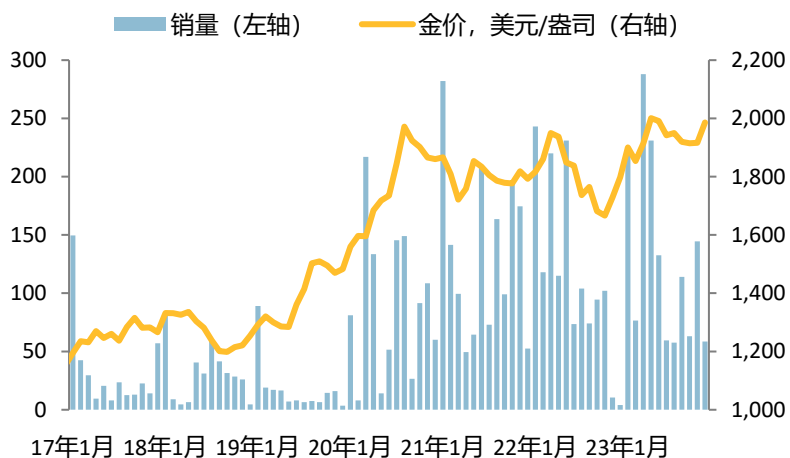
来源: Bloomberg

## Comex 净仓位\*, 百万盎司



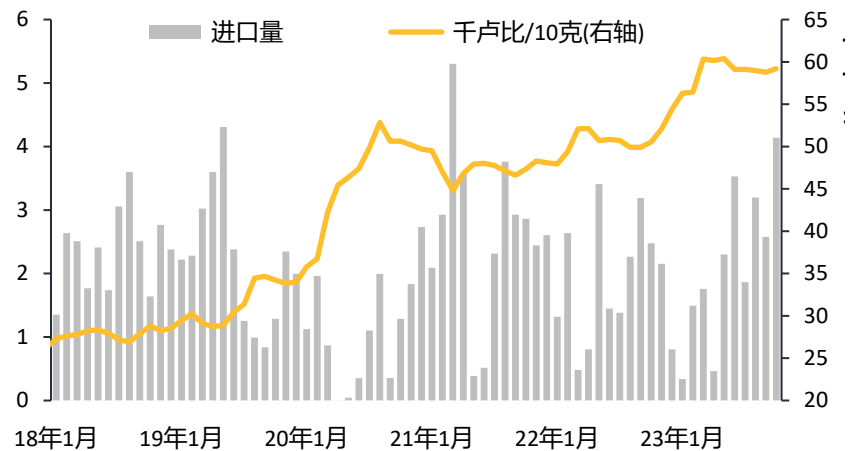
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

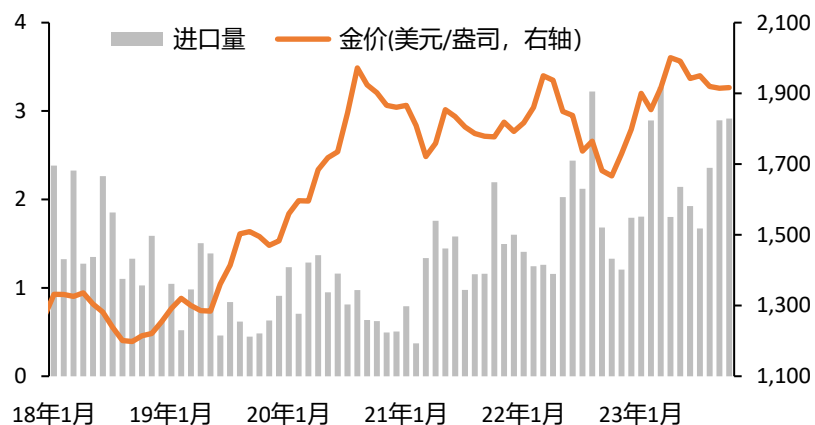
## 印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

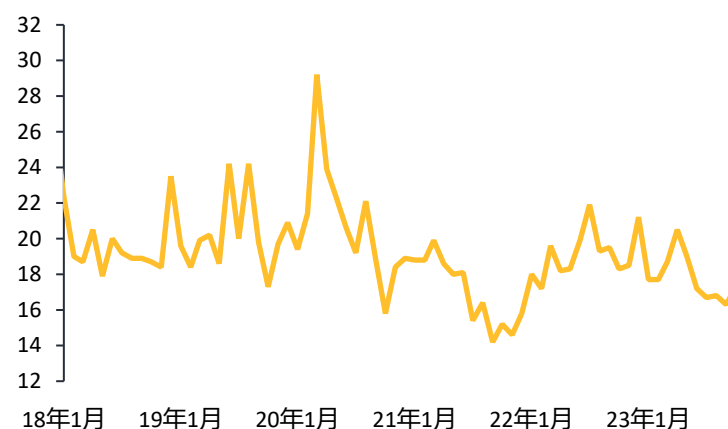
# 黄金市场现状与展望

## 香港金锭进口, 百万盎司



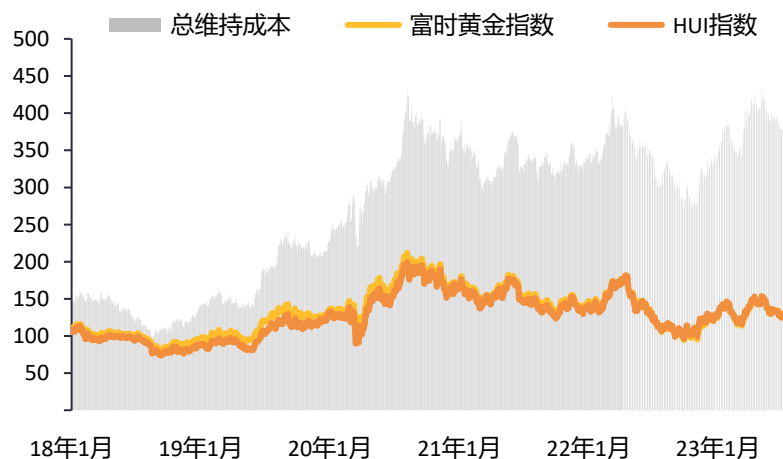
来源: Hong Kong Customs

## 伦敦金银市场清算量\*, 百万盎司



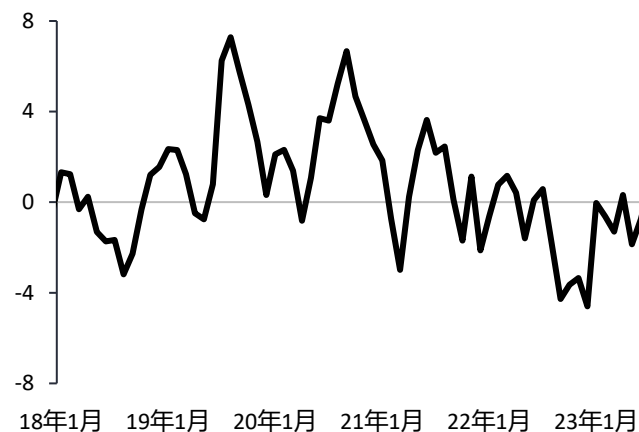
\*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银市场协会

## 黄金矿产-经营利润\*



\* 指数 2018年1月1日=100  
来源: Metals Focus, Bloomberg

## 英国金锭净进口量, 百万盎司



来源: IHS



# 白银市场现状与展望

11月全月和12月早期，白银价格走势大致跟随金价走势。11月中旬前一度跌破22美元/盎司后，银价大幅反弹，12月4日触及25.76美元/盎司，创七个月来新高。不过之后部分涨幅已回吐，目前白银交投于24美元/盎司附近。

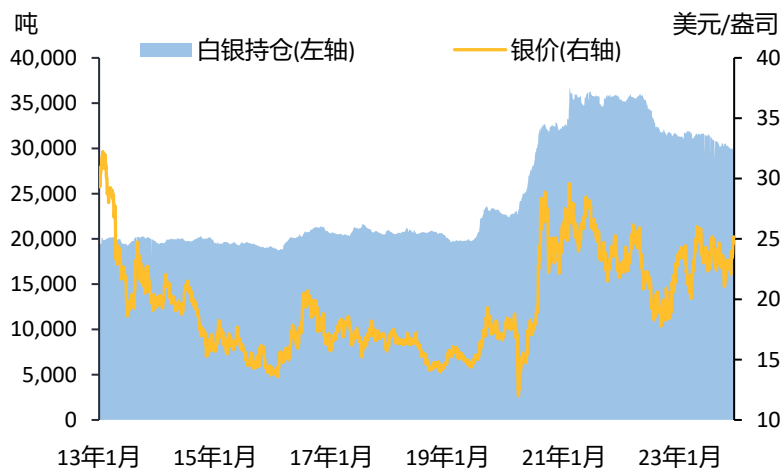
- 与黄金的情况一样，银价大幅反弹也主要是由于市场对主要央行将提前并加速降息的预期持续升温。
- 鉴于金银价格上涨期间银价表现通常更好，战术性投资者的白银买入量显著上升并不令人意外。11月期间投资者持有的CME白银期货总多头仓数激增60%，28日触及四个月来高点，叠加空头回补，将管理基金持有的净多头仓推升至7月中旬以来的最高水平。
- 相比之下，由于月底前银价上涨引发投资者获利了结，11月资金进一步小幅流出白银ETPs。
- 虽然已自85:1上方回落，但金/银价格比率仍位于80:1上方，本年迄今都未能跌破该关口。从本质上讲，这反映出由于中国经济继续受到房地产业影响，投资者对基本金属的信心低迷，对银价产生持续拖累。
- 展望未来，为反映金价走高的带动作用，我们已上调了银价预测值。不过我们仍预计由于主要央行将在较目前市场预期更长的时间内维持限制性货币政策，2024年四季度前银价将逐步走弱。
- 此外，穆迪公司最近下调中国主权信用评级展望凸显其对中国经济健康度的担忧。我们认为2024年中国房地产市场可能仍将持续表现平平，这也许会削弱投资者对各类大宗商品的信心并令白银承压。

# 白银市场现状与展望

- 就西方市场的白银零售投资需求而言，由于银价急剧反弹后逢低买入的投资者减少，11月**美国**银币和银条销量放缓。**德国**白银实物投资需求在今年早期剧降后，迄今仍几乎没有回升迹象。
- 10月份**印度**白银进口量达1,829吨（创出起始于2008年数据系列中单月进口量的新高），但由于卢比计价的银价涨至创纪录高位抑制消费者的购买欲，11月进口量剧降至200吨左右。考虑到近期银价很可能保持在高位，印度白银需求将继续疲软。有鉴于此，2023年全年印度白银总进口量或将同比下降逾60%。
- 就**白银工业**需求而言，虽然GDP增速放缓，中国工业制造业尤其是光伏行业白银需求仍强劲。根据目前对明年光伏发电装机容量的预测，2024年中国银粉需求量有望增加逾1,000吨。对产量提高充满信心促使终端用户补充库存。11月期间上海期货交易所和上海黄金交易所白银库存量减少逾300吨一定程度上反映出这一点。
- 在**供应**方面，多金属资源公司正在筹集现金，用于推进位于澳大利亚新南威尔士州的Endeavour银-锌-铅矿山的勘探和开发工作。该公司宣布将以1比6的比例向股东发行总额为812万澳元的新股（认股权不可转让）。Endeavour矿山是一座历史遗留矿山，开发后在最初十年寿命期内有望产出976万盎司白银。首批精矿计划于2024年下半年产出。
- **价格预测风险因素**：与黄金一样，银价主要上行风险因素也是美国经济陷入衰退和/或地缘政治风险加剧。在下行风险方面，如果中国经济硬着陆风险加大将影响工业用大宗商品需求，进而拖累银价大幅走低。

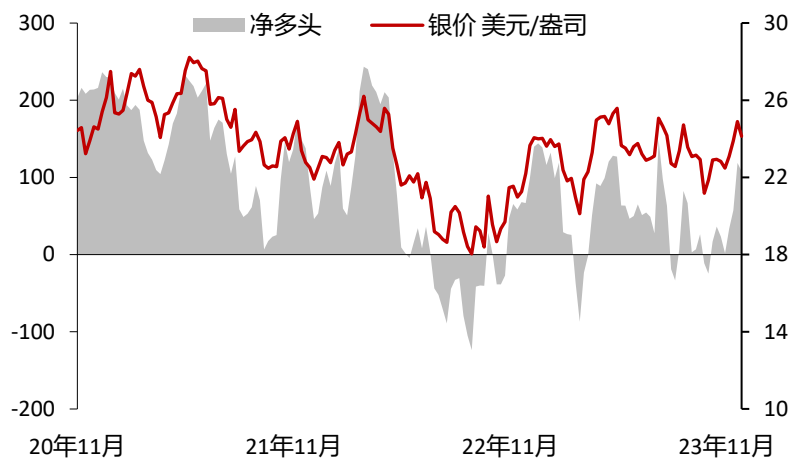
# 白银市场现状与展望

## 交易所上市基金, 吨



来源: Bloomberg

## Comex 白银净多头仓位\*, 百万盎司



\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

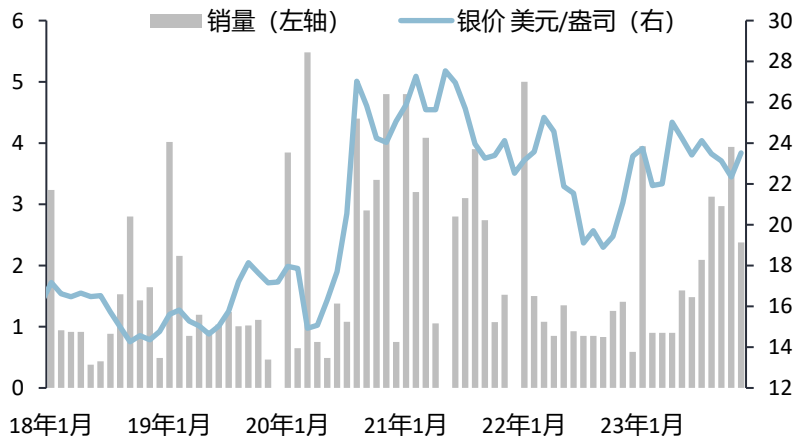
## 白银 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

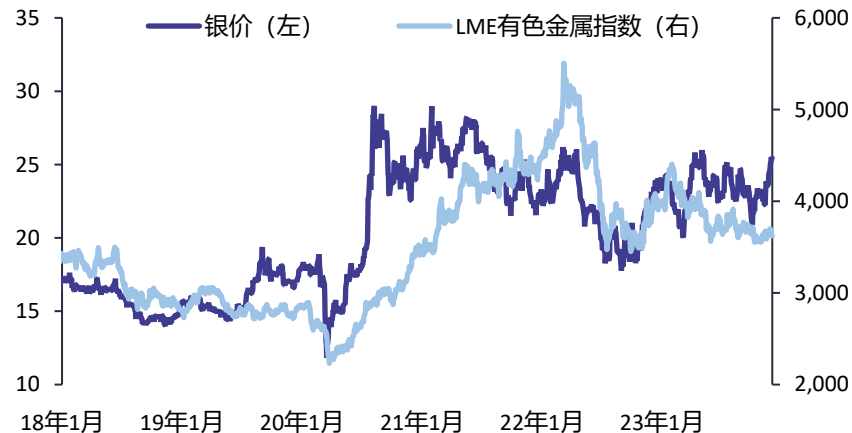
# 白银市场现状与展望

## 美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



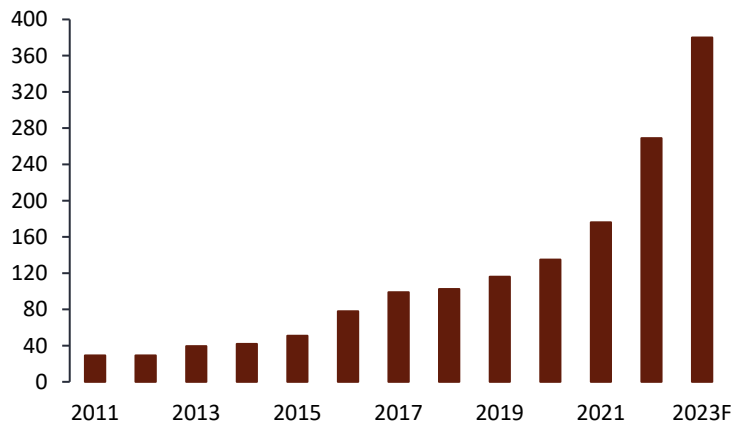
来源: US Mint

## 白银 (美元/盎司) & 有色金属价格



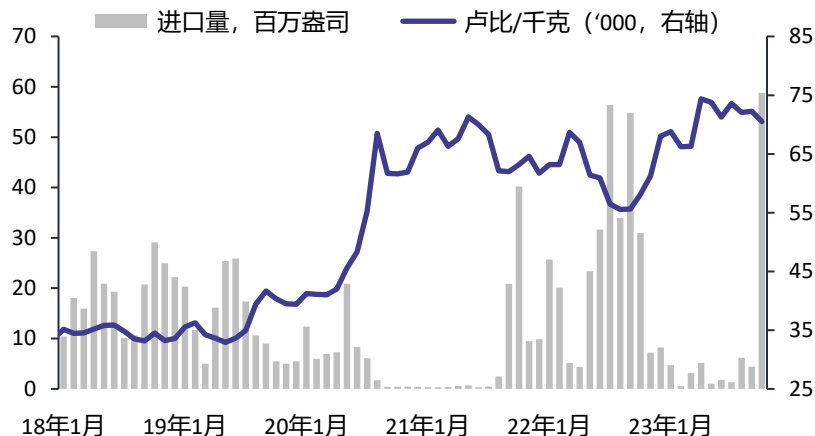
来源: Bloomberg

## 全球光伏装机容量 GW (千兆瓦特)



来源: GTM Research

## 印度白银进口, 百万盎司



来源: Various

# 铂金市场现状与展望

11月**铂金**开盘价为937美元/盎司，第一周随金价走弱后10日跌至843美元/盎司，创2022年9月份以来新低。下跌期间铂价走势与金价间的相关性显著，但上涨期间相关性弱。因此尽管12月早期金价创出历史新高，但11月28日铂价高点仅涨至951美元/盎司，月末报收于932美元/盎司。

- 虽然2023年铂金供应短缺量达到创纪录的100万盎司（创出我们起始于2010年数据系列中的新高），我们仍下调了2024年铂价预测值，将其预期涨幅从原来的6%下调至1%。目前来看有多个因素影响铂价涨势，包括氢能相关发展情况不明确，铂价与钯价快速趋同阻碍未来铂金替代钯金，中国对具准投资性实物铂金的需求相对疲软等。（具体价格预测请与我们联系）
- 11月期间管理基金持有的**NYMEX**（纽约商业交易所）铂金期货净仓位波动很大。10月底净仓位为数量不大的净多头，之后主要由于总空头仓数飙升至230万盎司，净仓位快速转为净空头，数量达86.3万盎司，创出2022年9月份以来新高，反映出今年7月份以来净仓位在净空头和净多头之间摇摆的趋势仍在延续。这是导致7月份以来铂价始终在850-1,000美元/盎司区间内震荡的主要原因。
- 11月铂金**ETP**的总持仓量下降5%（减少17.1万盎司），创出2020年3月份（当时新冠疫情严重冲击西方市场）以来最大单月降幅。由于投资者对拉闸限电会对矿产铂金产量产生多大影响观点逆转，11月南非铂金基金减仓14.4万盎司（降幅达21%），是导致全球铂金ETP总持仓量下降的主因。鉴于本年迄今南非铂金基金仍实现净流入（持仓量增加6.5万盎司，增幅为14%），因南非国家电力公司拉闸限电引发供应担忧而建立的一些仓位仍有减持空间。2023年迄今全球铂金ETP的总持仓量则出现净流出，减少4.2万盎司（降幅为1%）。上半年总持仓量强劲增长，但目前增幅已全部回吐。

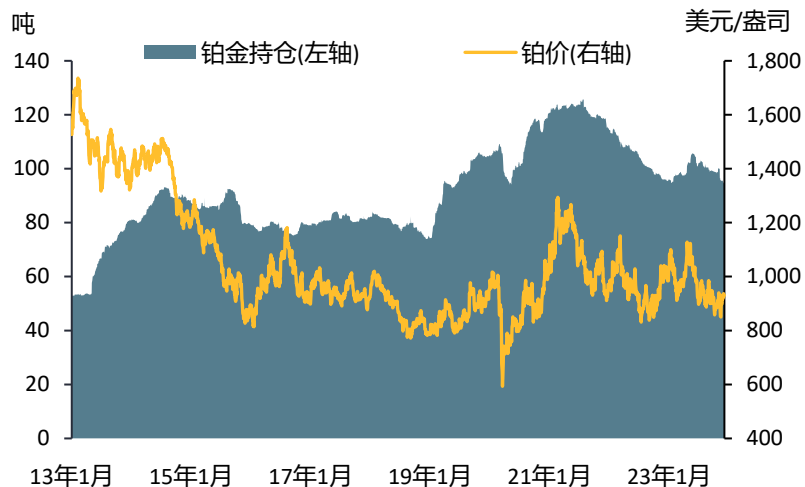


# 铂金市场现状与展望

- 10月份中国内地和香港特区的铂金净进口量达33.1万盎司，位于2019年1月份以来月进口量的第86百分位，月度进口继续处于高位。虽然今年前五个月期间进口量放缓，但6月份起持续回升，本年迄今的总进口量已达190万盎司，虽仍低于2021年和2022年接近峰值的水平（这两年同期的进口量为240-250万盎司），但显著高于2019年和2020年同期的进口量。
- 11月金价强劲上涨后，黄金与铂金间的价差已创出历史新高，月末时超过1,100美元，刷新2008年中时创出的前高值。
- 就西欧汽车业的铂金需求而言，虽然本年迄今柴油车的市占率较2022年下降3%，降至16.1%，但因内燃机汽车的总产量增长8%，全行业的铂金总需求量仍于2020年以来首次升破100万盎司。预计得益于汽车混动化、重型汽车排放监管趋严、铂金替代钯金等支撑因素，2023年全球汽车业的铂金总需求量将上升14%，至330万盎司。
- 铂族金属价格持续下跌促使矿企削减供应量。Sedibelo资源公司近期宣布无限期关闭旗下Pilanesberg矿山，2022年该矿山的4E铂族金属产量为6.9万盎司。多家生产商也正计划通过辞退或自愿离职方式削减员工数量。据我们测算，在目前现货价格下，至少50%的铂金供应量以总维持成本计的利润率为负值。虽然矿企推进生产合理化的速度尚不确定，但根据我们的价格前景预测，矿企应会进一步削减供应量。
- **价格预测风险因素：**南非等国的矿企宣布削减铂族金属产量，或将提振投资者对铂金的信心和铂价。另一方面，对氢能主题的信心下降则可能影响铂金投资，导致铂价潜在承压。

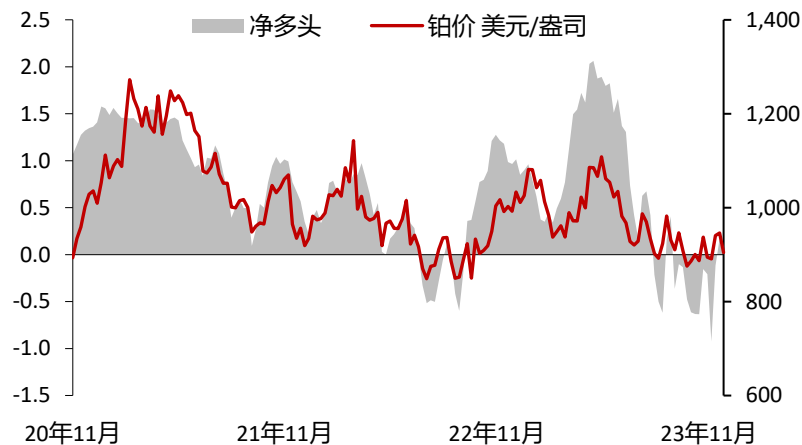
# 铂金市场现状与展望

## 交易所上市基金，吨



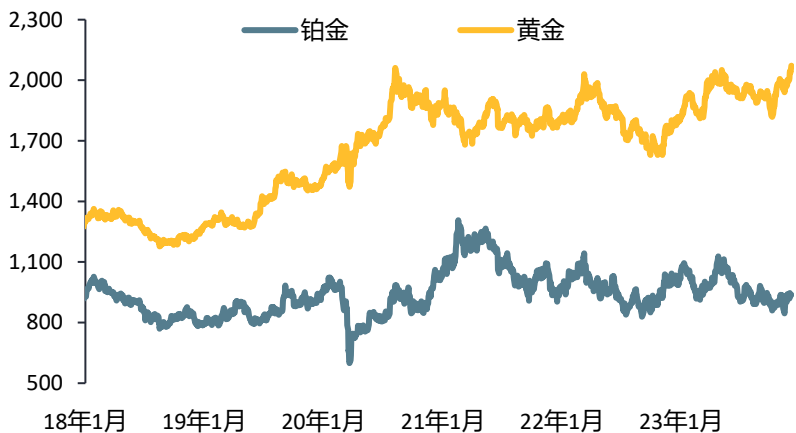
来源: Bloomberg

## Nymex 铂金净多头仓位\*, 百万盎司



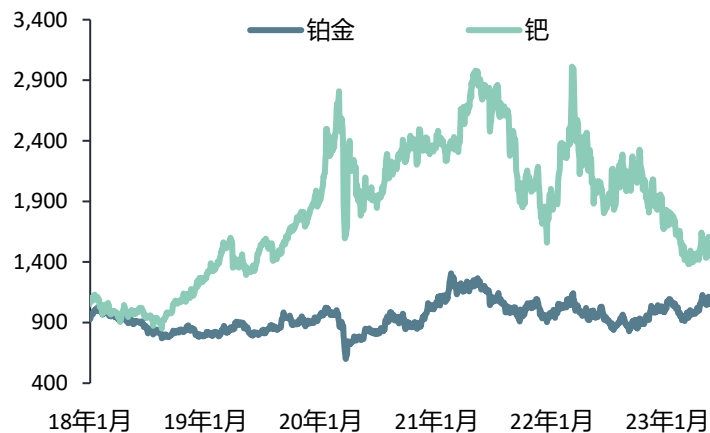
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 铂金 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

## 铂金&钯金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg



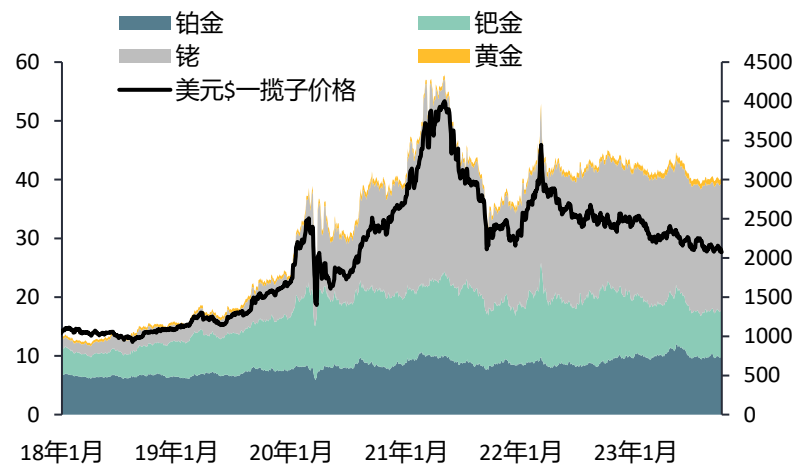
# 铂金市场现状与展望

## 铂金价格 & 南非兰特



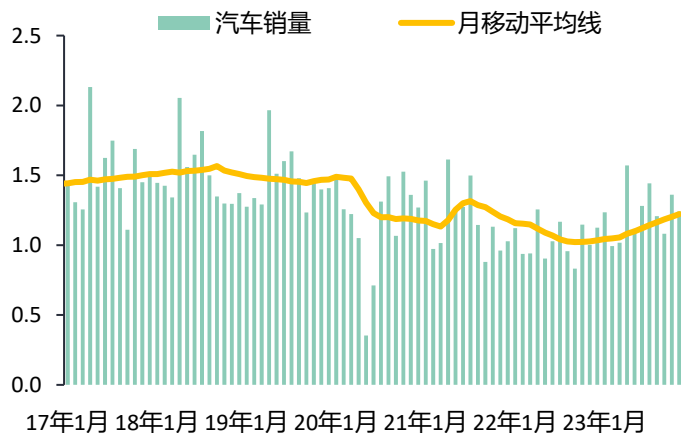
来源: Bloomberg

## 南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



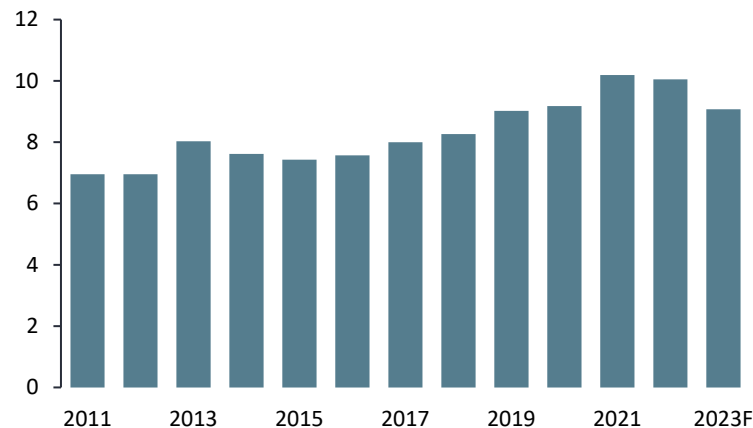
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。  
来源: Metals Focus, Bloomberg

## 欧洲汽车月销量, 百万辆



来源: Bloomberg

## 铂金地上存量\*, 百万盎司



\*年末数; 来源: Metals Focus

# 钯金市场现状与展望

11月钯金开盘价为1,123美元/盎司，同日触及月内高点1,142美元/盎司，之后随铂金和黄金价格下跌而持续下行，10日触及951美元/盎司，已与铂价大致接近。此后钯价获得强支撑，连续七天上涨，21日触及1,095美元/盎司。试图突破1,100美元/盎司关口再度失败后，12月初钯价回落至1,000美元/盎司下方，目前也交投于该价位。

- 由于内燃机汽车中长期前景负面，虽然今年钯金供应短缺量很大，钯价表现仍继续表现不佳。本月钯价也几乎无抵抗的跌破了1,000美元/盎司这一重要心理关口。我们下调了未来几个季度的钯金均价预测值。（具体价格预测请与我们联系）
- 11月期间管理基金持有的NYMEX钯金期货净仓位基本处于净空头，且数量颇大。月初时净空头仓数为105万盎司，之后升至109万盎司，在钯价于1,000美元/盎司关口获得支撑并上涨后才回落。月末时净空头仓数为92.1万盎司。投资者持有的NYMEX钯金期货净仓位已连续五十周处于净空头状态。在从2021年9月份起算的116周期间，只有11周净仓位为净多头。
- 11月份全球钯金ETP的总持仓量上升3%（增加1.5万盎司）。不同于铂金的情况，多头因南非国家电力公司拉闸限电引发供应担忧而踊跃买入南非钯金ETP的风潮已经过去，因此供电状况改善未对持仓量产生影响。事实上由于钯价跌破1,000美元/盎司后出现投机性买入，南非钯金ETP的持仓量还上升15%（增加2,000盎司）。虽然日本钯金ETPs的规模小（持仓量在全球总持仓量中的占比低于5%），但11月持仓量上升24%（增加3,000盎司），本年迄今持仓量共计增长76%，创出历史新高。

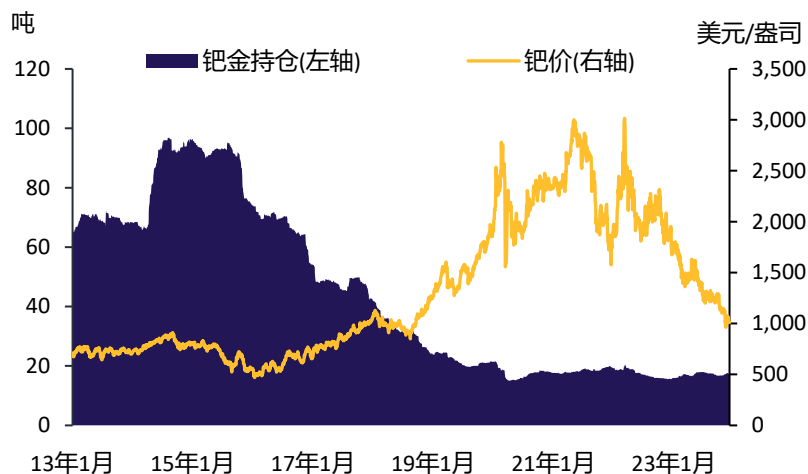
# 钯金市场现状与展望

- 10月份中国内地和香港特区的钯金净进口量为10.6万盎司，在9月份俄罗斯征收出口关税前飙升至创纪录的37万盎司后，已回归更为正常的水平。不过，输入中国的大部分还是俄罗斯品牌（约占总进口量85%）。
- 因芯片供应短缺缓解，新冠疫情的影响也已消退，与2021年和2022年相比，2023年美国和中国的汽车产量都已显著回升。2023年生产中断仅导致美国汽车产量减少29万辆，其中65%归因于美国汽车工人联合会发起的罢工，远低于2021年和2022年生产中断导致的减产数量（分别为170万辆和41.6万辆）。在中国，生产中断导致的减产数量从2022年的200万辆降至90万辆。在2022年遭遇运营挑战后，2023年日本汽车产量也强劲回升，该国汽车业的钯金需求量上升10%。预计2023年全球钯金总需求量将较2022年上升4%，至840万盎司。目前钯价已与铂价大致持平，也降低了钯金进一步遭铂金替代，导致需求下降的风险。
- 11月27日，羚羊铂业公司旗下Rustenburg矿山的11号矿井发生事故，导致运载86名工人的升降机不受控制的坠落。最新发布的报告显示该事故导致13人死亡，还有50名工人尚在住院治疗，其中8人伤情危重。作为应对措施，Rustenburg矿山所有采矿作业都已暂时停止，至11月30日才恢复。在事故调查完成，且从监管部门获得重启作业的必要批准前，11号和11C号矿井将一直暂停运转。
- **价格预测风险因素：**矿企宣布削减旗下铂族金属矿山（尤其是位于北美和俄罗斯的矿山）的产量，将导致矿产钯金供应量减少，有望提振投资者对钯金的信心和钯价。因冶炼厂停产检修，2024年俄罗斯钯金供应量也面临下行风险。如果像2023年一样，对2024年钯金回收供应量的预测也被证明不准确，同样低于预期并下降，则可能会推高钯价。



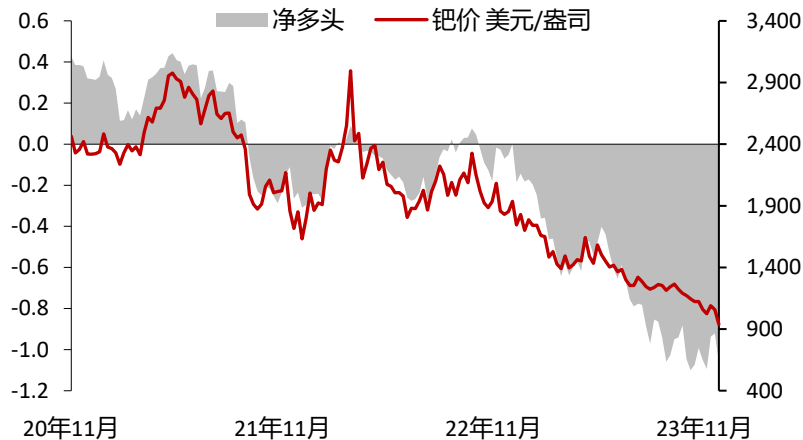
# 钯金市场现状与展望

## 交易所上市基金, 吨



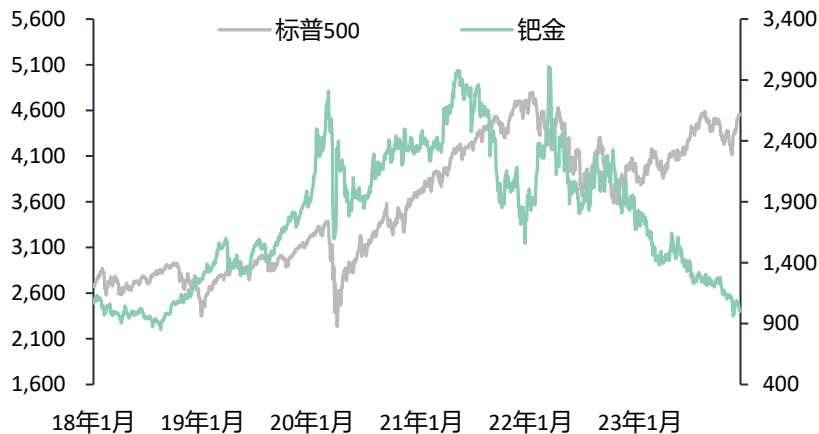
来源: Bloomberg

## Nymex 钯金净多头仓位\*, 百万盎司



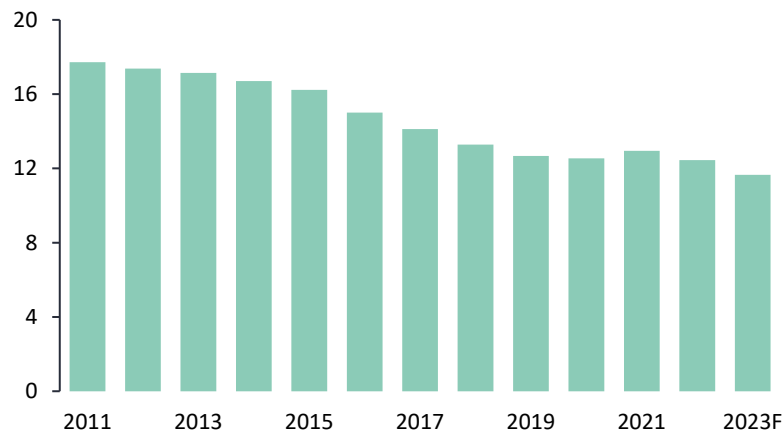
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

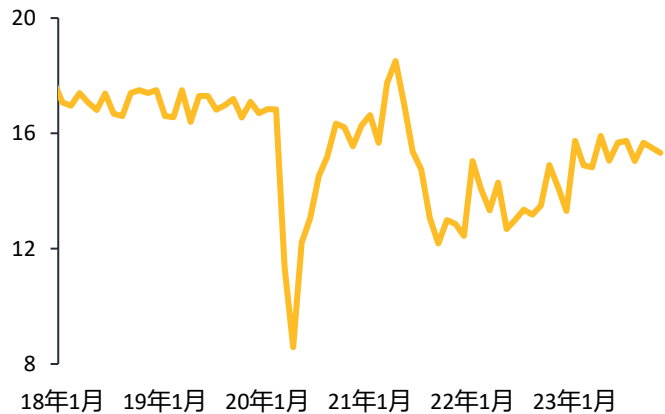
## 钯金地上存量\*, 百万盎司



\*年末数; 来源: Metals Focus

# 钨金市场现状与展望

## 美国汽车季节性调整年化销售速率, 百万辆



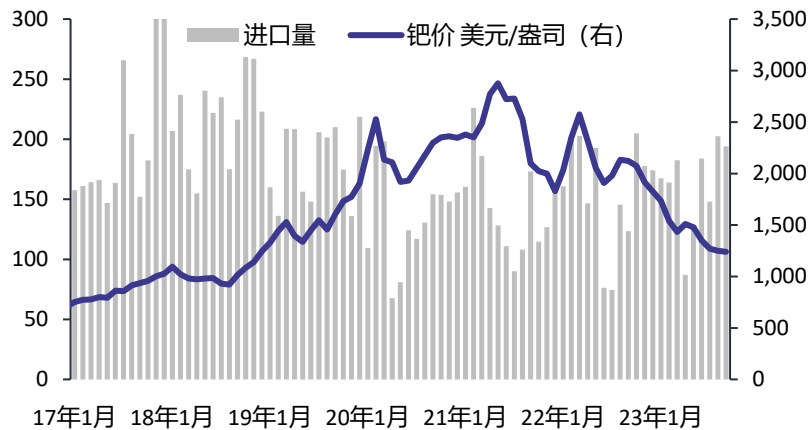
来源: Bloomberg

## 中国汽车月销量, 百万辆



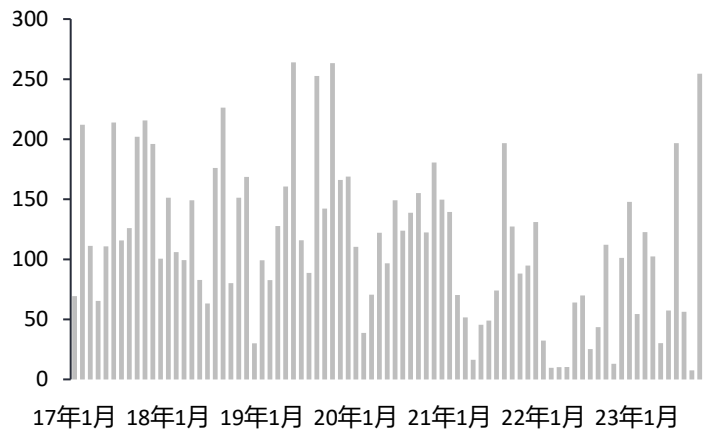
来源: Bloomberg

## 美国钨锭进口, 千盎司



来源: IHS

## 香港钨锭进口, 千盎司



来源: IHS

# 铑市场现状与展望

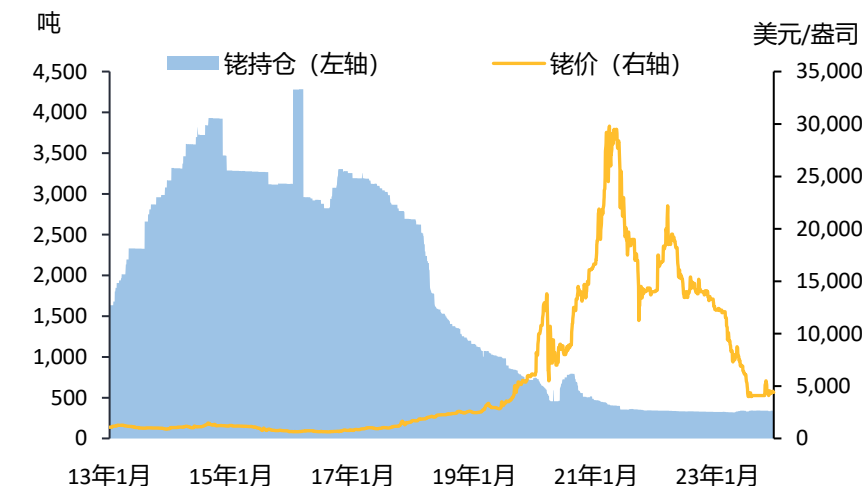
11月铑开盘价为4,350美元/盎司，6日跌至4,100美元/盎司的低点。不同于11月10日价格跌至低点的铂金和钯金，6日之后的几天铑价上涨，在8至10日期间触及4,550美元/盎司的月内高点。之后至月末，不同于过去几年的常态，铑价在4,300-4,500美元/盎司区间内窄幅波动，月末报收于4,450美元/盎司。

我们的2024年铑价预期保持不变(具体价格预测请与我们联系)。

- 鉴于2023年内燃机汽车和混动汽车的总产量有望上升5%，从7,400万辆增至7,800万辆，我们预计全年汽车业的铑需求量将上升3%，至97.1万盎司。
- 11月铑ETP的持仓量下降0.5%，至1.09万盎司，不过仍较今年初持仓量上升4%（增加426盎司）。
- 10月份中国大陆和香港特区的铑净进口量为2.3万盎司，较2022-2023年期间的月均进口量高出45%。
- 截至9月底，美国铑总进口量为27.2万盎司，同比下降15%，创2017年以来新低。这反映出2022年全年汽车制造商囤积铑库存，因此今年其实物铑需求量下降。相比之下，美国的钯金和铂金进口量则同比分别增长10%和31%。
- **价格预测风险因素：**玻璃业新技术研发成功可能导致铂-铑合金被取代，使未来铑需求下降，令铑价进一步承压下行。矿企在一篮子铂族金属价格下跌后宣布削减矿产铑供应量，则有望在短期内提振投资者对铑的信心并推高铑价。

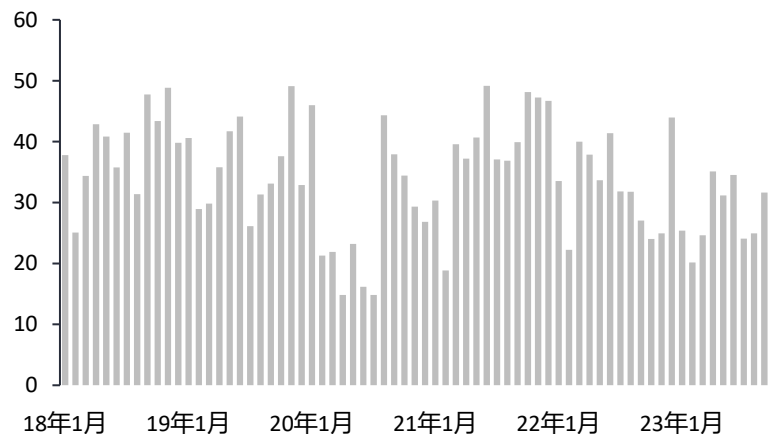
# 铯市场现状与展望

## 交易所上市基金, 吨



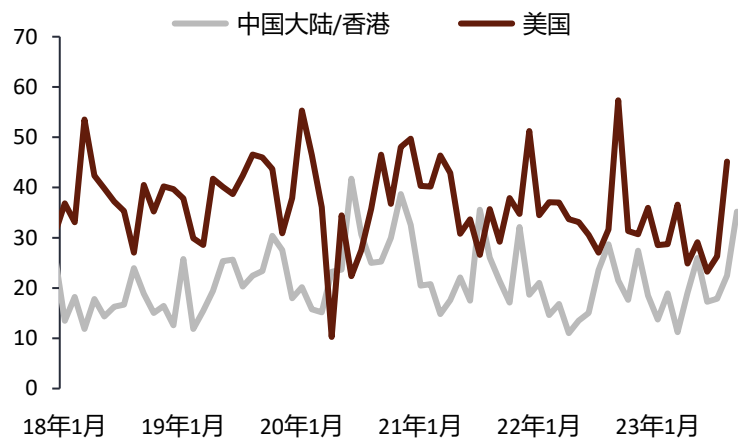
来源: Bloomberg

## 南非铯出口量, 千盎司



来源: S&P Global

## 中国大陆/香港与美国铯进口量, 千盎司



来源: S&P Global

## 钶价与铯价, 美元/盎司



来源: Bloomberg

# The Metals Focus Team

Philip Newman, 董事总经理

Charles de Meester, 董事总经理

Wilma Swarts, 铂族金属主管

Philip Klapwijk, 首席顾问

Junlu Liang, 高级研究员

Simon Yau, 高级顾问, 香港

Peter Ryan, 独立顾问

Elvis Chou, 顾问, 台湾

Michael Bedford, 顾问

David Gornall, 顾问

Mirian Moreno, 业务经理

Jacob Smith, 铂族金属研究员

Adarsh Diwe, 研究员, 孟买

Ghananshu Karekar, 研究助理

Nikos Kavalis, 董事总经理-新加坡

Sarah Tomlinson, 矿业组主管

Neil Meader, 黄金与白银主管

Chirag Sheth, 主要顾问, 孟买

Yiyi Gao, 高级分析师, 上海

Çağdaş D. Küçükemiroğlu, 顾问, 伊斯坦布尔

Dale Munro, 顾问

Harshal Barot, 高级顾问, 孟买

Francesca Rey, 顾问, 马尼拉

Celine Zarate, 顾问, 马尼拉

Jie Gao, 研究员, 上海

Tim Wright, 高级矿业研究员

Neelan Patel, 区域销售总监

Erin Coyle, 销售及市场经理



# M# METALS FOCUS

## 联系方式:

### 地址

6th Floor, Abbey House,  
74-76 St John Street  
London EC1M 4DT  
UK

电话: +44 20 3301 6510

邮箱: [info@metalsfocus.com](mailto:info@metalsfocus.com)

[www.metalsfocus.com](http://www.metalsfocus.com)

彭博Metals Focus主页: MTFO

彭博聊天: IB MFOCUS

## 免责声明 和 版权声明

**Metals Focus**是此报告所有版权的所有者。本公司已尽力确保本书中信息的准确性，但是不担保本报告中预测性和假设性内容的准确性。本报告仅为提供信息之用，不可作为投资者购入或卖出任何证券产品的依据，亦不提供任何与投资买卖相关的建议。**Metals Focus**公司在此明确对下述情况不承担任何责任：任何个人或组织由于阅读或依赖本书引发的任何直接、间接以及由此可能产生的损失，包括（但不限于）收入损失、经营损失、利润或合同损失、预计存款损失、信誉损失以及侵权、合同中断或其他可以预见的损失。