



Metals Focus

贵金属月报

第20期 - 2017年7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.asahirefining.com



www.cmegroup.com/metals



www.vpower.com.cn



www.jltspecialty.com



www.randrefinery.com



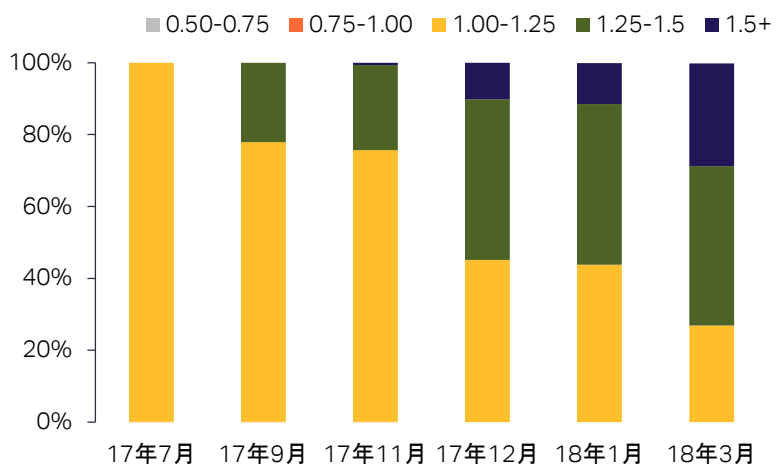
www.gold-zhaoyuan.com

宏观经济现状与展望

- 美联储在其6月份举行的货币政策会议上决定加息25个基点，启动年内第二次加息。尽管这符合市场的普遍预期，但会后美联储发表的声明比预期的更鹰派，此后四种主要贵金属持续承压。
- 在记者招待会上，美联储主席耶伦指出近期通胀率下降只是暂时现象，美联储维持其今年再加息一次、明年加息三次的计划不变。不过此后发布的FOMC（联邦公开市场委员会）会议纪要显示，就通胀前景及该因素如何影响未来的加息步伐，FOMC组成人员的观点仍存分歧。因此，尽管自6月中旬起市场对美联储将于今年12月再次加息的预期有所升温，但预估的加息概率仅从略低于50%升至56%左右。
- 尽管美联储的立场已更趋鹰派，但因欧洲央行、英国央行和加拿大央行等相继暗示说他们也可能在近期开始收紧货币政策，6月下旬美元指数跌至95点，触及8个月来的低位。
- 英国首相特蕾莎·梅与北爱尔兰民主统一党（DUP）达成协议，DUP承诺在议会中支持特蕾莎·梅的保守党政府，受此消息提振，欧洲投资者的风险偏好复苏。同时，在意大利政府宣布推出总额达170亿欧元的银行救助计划后，投资者对该国可能爆发银行危机的担忧也已消退。
- 展望未来，我们仍坚信经济大环境利好于贵金属投资，具体而言：
 - 投资者仍在等待特朗普政府于今年下半年推出其减税计划，美国经济前景的不确定性增大。如果特朗普政府大幅减税的计划未能在国会通过，美国股市大幅回调将是大概率事件。
 - 在欧元区，对欧洲央行将开始缩减其货币刺激计划的预期正在升温，这应能促使欧元对美元走强，从而为贵金属价格提供强劲支撑。
 - 在未来较长一段时间内，主要发达经济体的实际利率仍将处于负值区间。
 - 最后，我们认为与去年相比，今年全球面临的地缘政治风险要高得多。

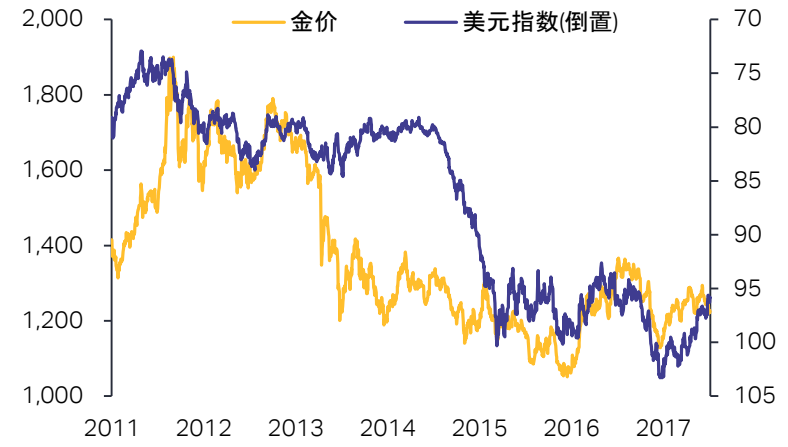
宏观经济现状与展望

美国利率预期



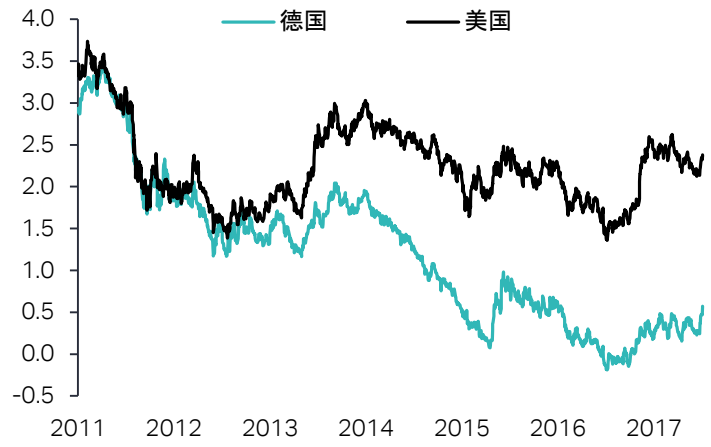
来源: Bloomberg

美元指数 & 黄金价格



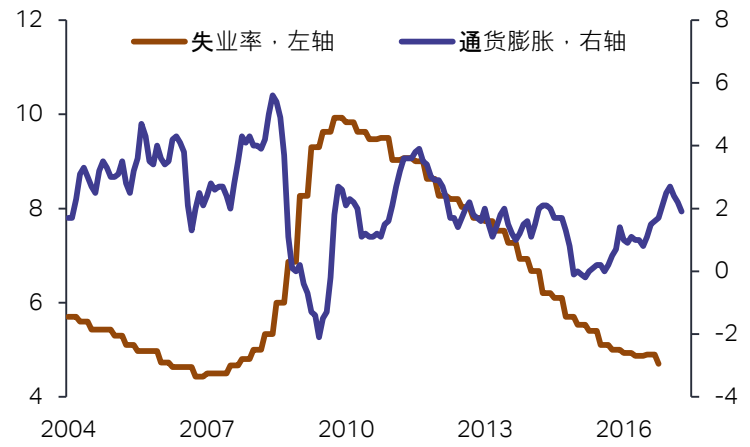
来源: Bloomberg

德国 & 美国10年政府债券收益, %



来源: Bloomberg

美国失业率 & 通货膨胀率, %



来源: Bloomberg



黄金市场现状与展望

5月份黄金价格稳健回升，6月初进一步走高，在英国大选前的6月6日升至1,296美元/盎司，创出本年迄今的高点。但之后持续回落，7月初跌至1,218美元/盎司，触及两个月来的新低。金价表现之所以令人失望，根本原因是其未能从美元走弱中受益。

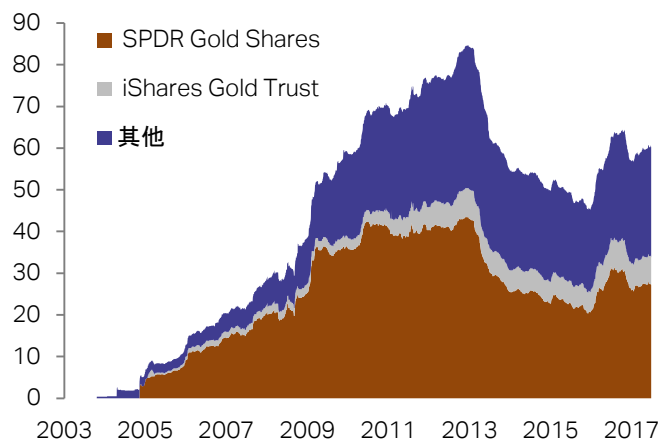
- 这反映出投资者仍看好传统资产，尤其是股票，6月份美国和欧洲股市迭创历史新高即是明证。相比之下，今年2月至6月期间绝大部分时间内，金价始终在1,200美元/盎司至1,300美元/盎司的区间内盘整，运行方向不明。
- 同时，因美联储的立场更偏鹰派，欧洲央行也暗示说将开始缩减其定向宽松计划，主要发达国家政府债券的收益率已开始上行。这令黄金（其为不生息资产）的吸引力下降。
- 因此，我们已下调了所作的金价预测。但需强调指出的是，我们仍对未来金价走势持较为乐观的看法，坚信今年下半年金价将回升，明年有望进一步走强。尽管我们预计今年3季度金价低点可能跌破1,200美元/盎司，但金价走低后实物黄金需求必将走强，因此金价下跌空间应相当有限，绝不会持续低迷。还要强调的是，金价上行之路将崎岖不平，需要克服一些重大利空因素，尤其是市场对美联储货币政策预期不断发生的变化。
- 如前面“宏观经济”部分所述，鉴于多个宏观经济和地缘政治风险高企，我们坚信黄金投资仍将具有很强吸引力。
- 还需指出的是，目前黄金期货投机性多头仓位仍不重，意味着未来数月间多头增仓的空间相当大。
- 同时，尽管金价承压，但减持黄金多头仓位的主要是技术型交易者，这在期货市场表现得最为明显。相比之下，6月份全球黄金ETP（交易所交易产品）的持仓量则进一步升高，6月底时已触及1,890吨，环比增长1%，创2016年11月以来的最高水平。

黄金市场现状与展望

- 从7月1日起印度税改方案生效，以统一的商品及服务税(GST)替代消费税和增值税。金条和黄金首饰的GST税率设定为3%，另外征收5%的生产附加税。开始征收GST前，因进口的金条仍存放在海关保税仓库尚未清关，印度当地市场金价对国际市场价格的溢价曾短暂升至20美元/盎司。但之后市场回归正常，溢价回落至每盎司2至3美元的水平。
- 因经济放缓，加之银行为避免产生坏账而日益重视防范对手方风险，6月份中国黄金租赁量较去年同期下降。可获得的4月份和5月份数据还显示，今年二季度中国黄金租赁量的下降幅度大于一季度。
- 在土耳其里拉计价的金价走高后，中东地区的黄金需求走弱。但之后随着金价的回落，需求有所回暖，土耳其当地市场金价对国际市场价格的溢价保持在每盎司3至4美元的水平。在卡塔尔外交危机爆发后，部分投资者为避险而大举买入黄金，得益于此，6月份迪拜的黄金需求也已回升，当地金价从低于国际市场价格转变为每盎司溢价0.5美元。
- 6月份澳大利亚本地金价再次升破1,700澳元/盎司，黄金生产企业的套期保值活动显著活跃，4月份也曾出现同样的情况，显示只要金价升至该水平，生产商就乐于进行套保操作。其中金田公司（Gold Fields）的套保量最大，将其今年下半年75%的产量预先卖出。该公司正在西澳大利亚州建设Gruyere金矿项目，需要通过套保操作保证现金流，为该项目提供资金保障。
- **价格预测风险因素：**最大的风险因素仍是美国货币政策发生出乎意外的变化。就金价上行风险而言，倘若未来公布的一系列美国经济数据疲弱，加息预期势必进一步降温。而如果美国经济表现强于预期，则美联储很可能加快收紧货币政策的步伐，为美元上行提供额外动能，令金价承压。
- 欧洲地区的政治不确定性仍处于较高水平，今年9月德国将举行大选，意大利也将在2018年5月20日之前举行大选。此外，中东地区和/或朝鲜半岛的地缘政治紧张局势也不可忽略，能为金价上行提供新催化剂，尽管难于持续推高金价。

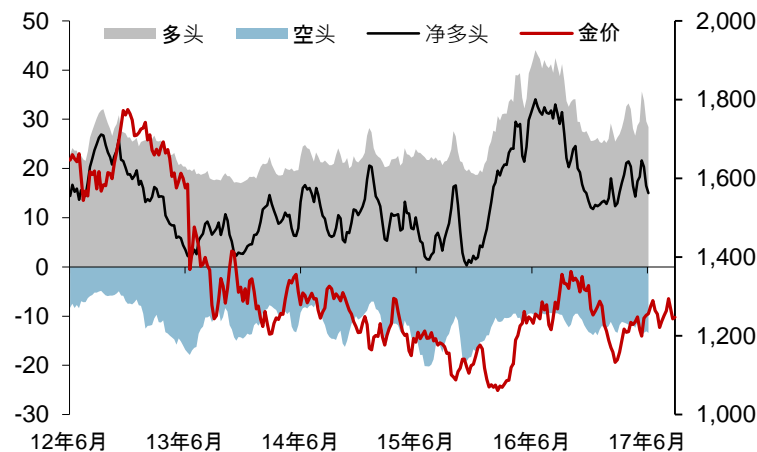
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



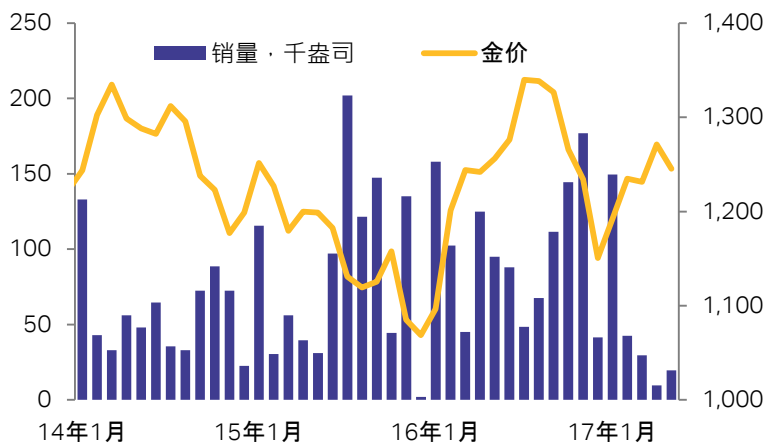
来源: Bloomberg

Comex 投资者头寸*, 百万盎司



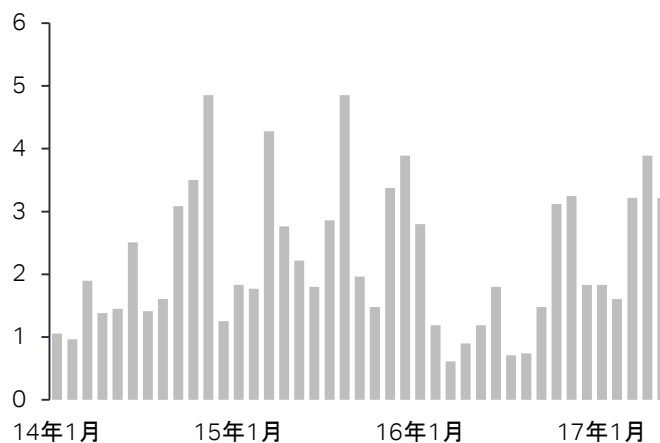
* Non-commercial & non-reportable; 来源: CFTC

美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

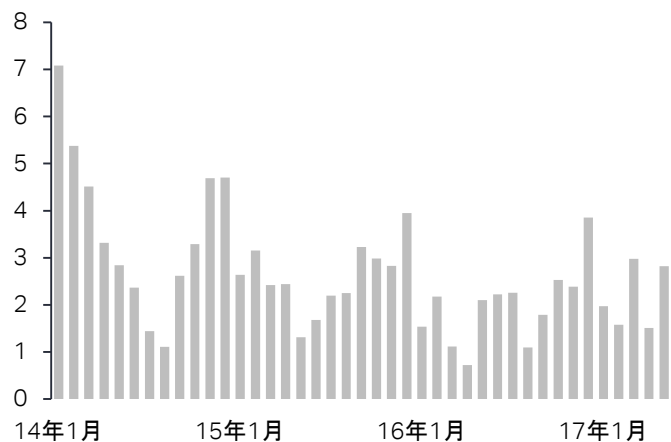
印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

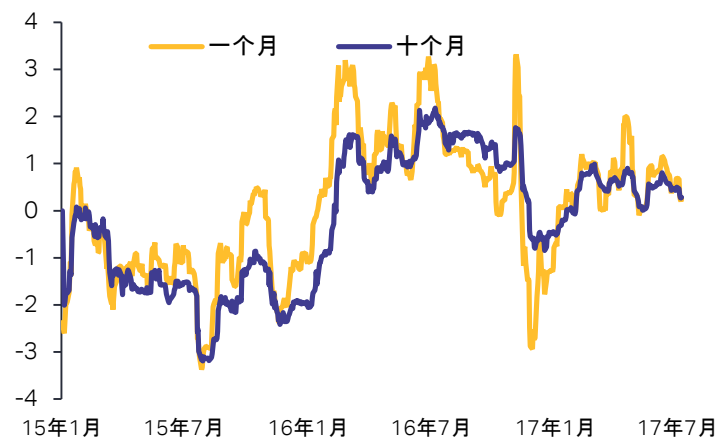
黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



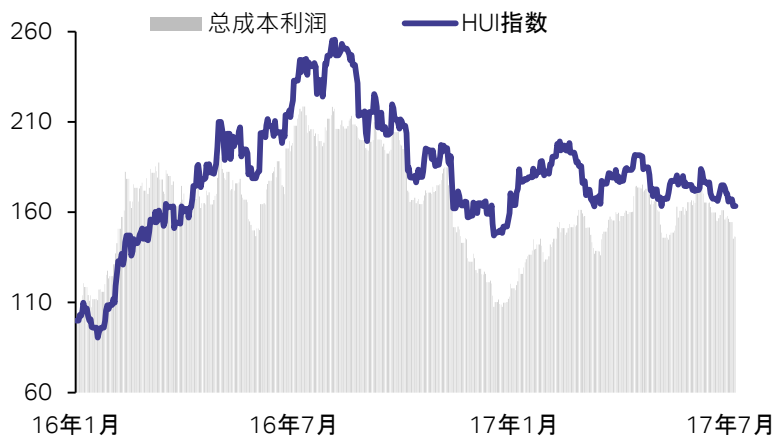
来源: Hong Kong Customs

25-Δ 风险逆转, %



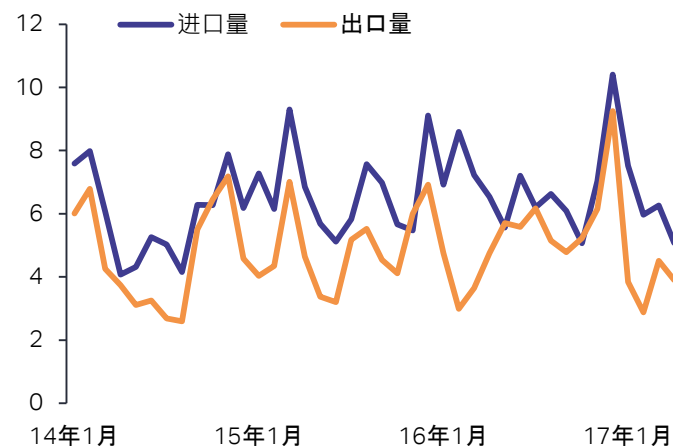
来源: Bloomberg

黄金矿产总成本利润*



* 指数 2016年1月1日=100
来源: Metals Focus, Bloomberg

瑞士金锭进出口, 百万盎司



来源: Swiss Customs

白银市场现状与展望

6月份白银价格持续下跌，从6月6日的月内高点17.75美元/盎司重挫至6月26日的月内低点16.29美元/盎司。在撰写本报告之时，银价继续走弱，已跌破16美元/盎司这一重要心理关口。

- 周四银价发生闪崩，曾短暂跌破14.30美元/盎司。不过我们认为这是交易员的“乌龙指”所致，期货交易所将仅认可15.40美元/盎司左右的成交价，现在行情显示终端上显示的当日银价低点为15.41美元/盎司就是明证。相应地我们也把所预测的今年3季度银价低点下调至15.20美元/盎司
- 总的来看，银价下跌主要受金价下跌的拖累，而金价下跌又归因于债券收益率升高等因素。与过去的情况类似，下跌期间银价的跌幅大于金价，结果金/银价格比率已从6月初的73:1扩大至7月初的76:1上方。此外，散户投资者的实物白银（尤其是美国鹰银币）需求疲软，除直接导致银价走低外，很可能还损害了机构投资者对白银的信心。
- 6月第1周后Comex白银期货总空头仓位飙升，是导致银价走弱的主要原因之一。尽管白银期货总多仓数量未发生大的变动，但因总空仓数量飙升，6月27日净多仓数量已降至2.51亿盎司，较6月6日的3.78亿盎司剧降34%，触及16个月来的低点。
- 白银ETP也已减仓，但幅度甚微。全球白银ETP的总持仓量从5月底的6.71亿盎司（本年迄今高点）小幅下滑至6月底的6.67亿盎司。这一现象显示尽管4月下旬至5月下旬期间机构投资者买入白银ETP增持了逾3,000万盎司白银，但主要持仓者仍为散户，他们持仓期限更长，通常不轻易减仓。
- 尽管近期宏观经济因素发生的一些变化已令贵金属投资的吸引力有所减弱，但真实利率处于负值仍是不争的事实，依然利好于贵金属投资，需要的只是催化剂因素而已。我们仍坚信支撑银价走高的利好因素（股市大幅回调是其中最重要因素）必将发酵，只是可能要到今年后期才会显现。
- 若我们的预测最终实现，今年后期银价涨幅将再次跑赢金价，年底时金/银价格比率有望降至69:1下方。

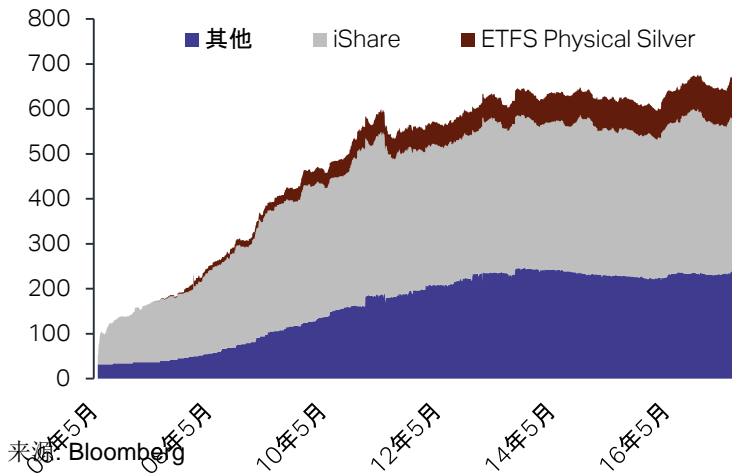
白银市场现状与展望

- 因目前散户投资者的实物白银需求仍以两位数速度下滑，已降至近10年来的最低水平，我们预测银价将大幅回升建立在职业投资者终将大举入市买入白银这一假设之上
- 因市场已近饱和，加之二级市场存货数量庞大，美国散户投资者的实物白银需求仍很疲软，预计今年将较去年下滑约20%。6月份美国鹰银币销量环比和同比分别下降60%和65%，市场之疲软可见一斑。今年上半年鹰银币总销量仅为1,220万盎司，较去年同期剧降53%。我们预测需求量将“仅”下滑20%看起来似乎显得过于乐观了，但并非没有根据，美国实物白银市场正在发生结构性变化，投资者从购买官方铸造的银币转向更多购买私营企业铸造的1盎司重低溢价银币。
- 预计今年印度散户投资者的实物白银需求量也将录得两位数降幅。初看起来这一研判与印度白银进口量数据似乎并不相符，据初步估算，今年上半年印度白银进口量为2,800吨，与去年同期的吨3,000吨相比降幅并不大，但是，我们必须把下列因素纳入考虑：2017年开年印度白银存货数量已很低，在7月1日引入GST税之前很多机构为补充存库而抢购白银。因此，今年下半年的进口量势必走低，将主要取决于首饰业等白银用户的需求量，而预期这些用户的需求量将仅有微幅增长。
- 我们预计今年全球白银总需求量将温和增长，除摄影业和银器制造业的需求量会继续下滑外，其他所有使用白银行业的需求量都将上升几个百分点。鉴于矿产白银和再生白银供应量都将小幅下滑，白银供需基本面能为银价提供小幅支撑。
- **价格预测风险因素：**我们认为机构投资者仅在股市大幅回调等事件的刺激下才将大举重返白银市场，因此短期看他们何时入市是银价上行或下行的主要风险因素。若股市大幅回调等事件在数月后才爆发，那么我们所作的短期银价预测将落空。从长期看，银价涨幅高于我们的预测也是可能的，但冲高后回撤风险更大。为此我们需要密切观察主要经济体面临的各种潜在政治经济风险（例如特朗普政府财政改革计划受阻等）。一旦抛售潮出现，银价的跌幅很可能大于金价。此外，预计今年下半年印度白银进口量将下降，美国散户投资者也要等到银价跌破每盎司15美元甚至14美元时才有可能抄底买入，疲软的实物白银投资需求不可能为银价提供支撑。

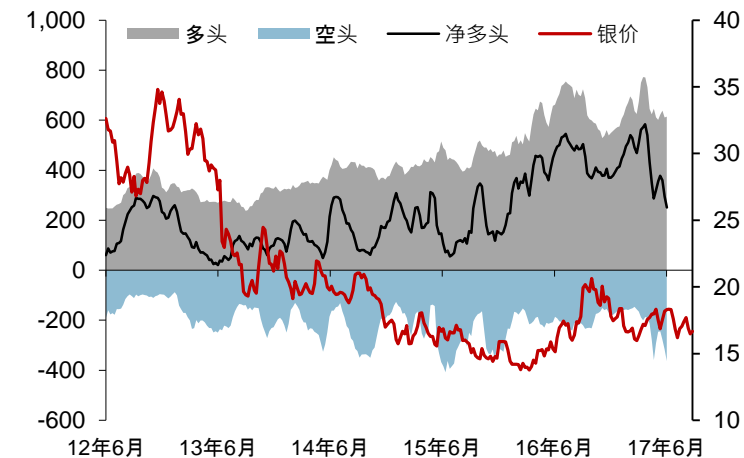


白银市场现状与展望

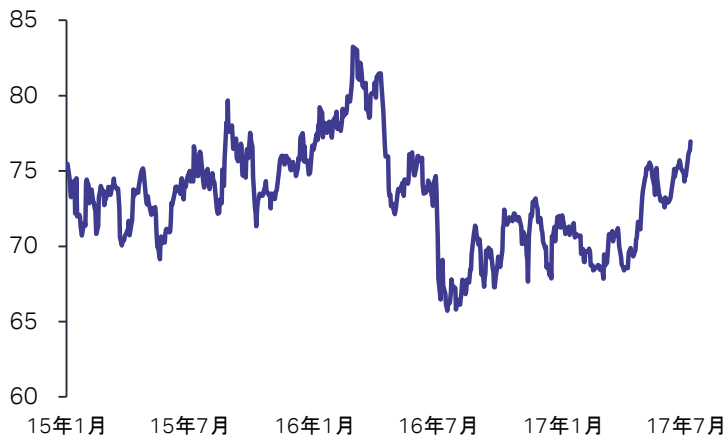
交易所上市基金, 百万盎司



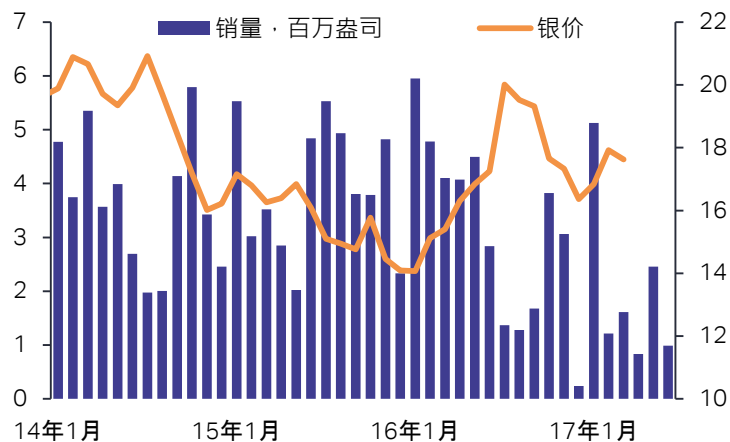
Comex 投资者净头寸*, 百万盎司



黄金:白银 比率

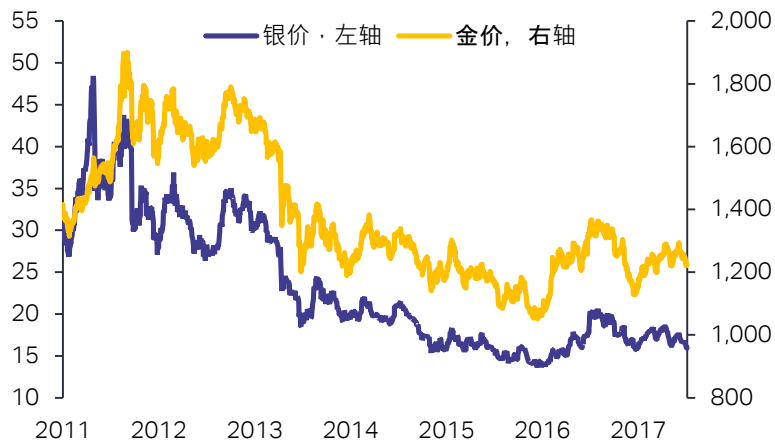


美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



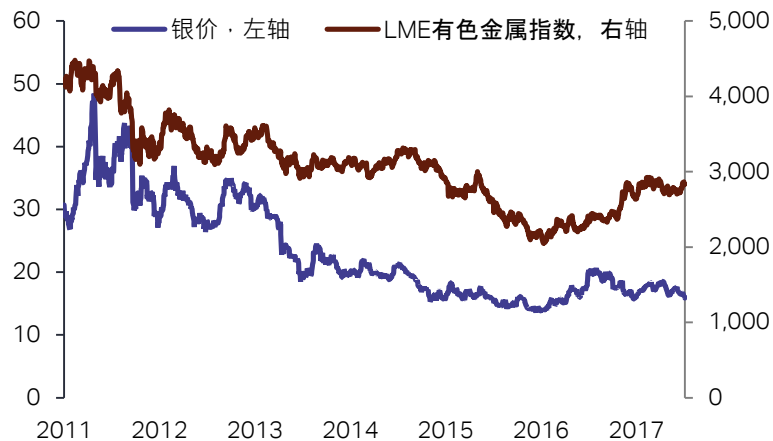
白银市场现状与展望

白银 & 黄金价格



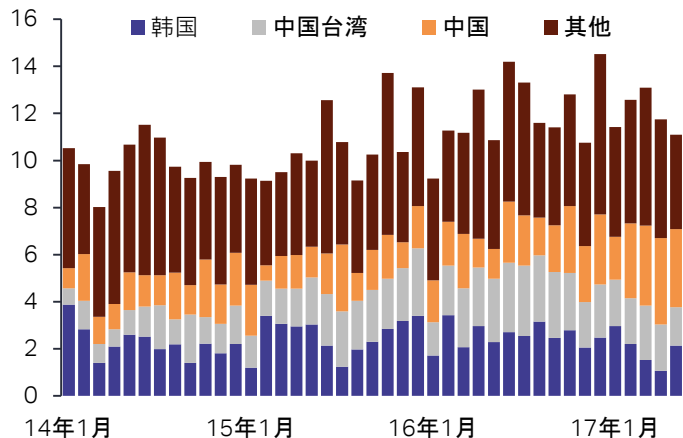
来源: Bloomberg

白银 & 有色金属价格



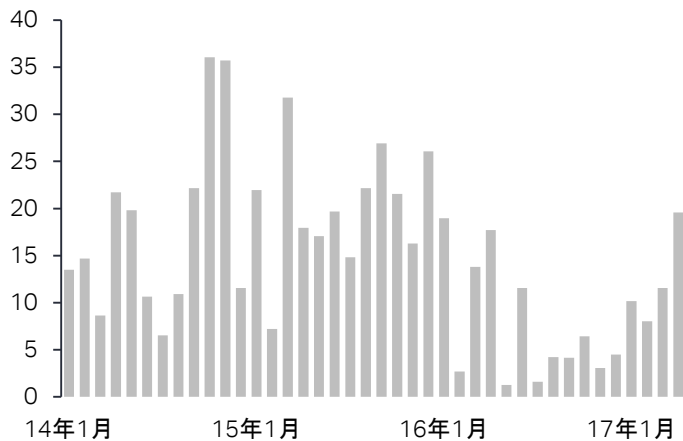
来源: Bloomberg

日本银粉出口, 百万盎司



来源: Japan Ministry of Finance

印度白银进口, 百万盎司



来源: Various

铂金市场现状与展望

5月份铂金价格曾短暂反弹，但整个6月期间和7月初再次面临沉重下行压力，在撰写本报告时，已跌至900美元/盎司附近。在此期间，铂价表现持续跑输钯价，6月中旬盘中二者间的价差曾收窄至31美元/盎司。同时，铂金对黄金的折价也仍处于历史高位，达310至340美元/盎司。

- 预计未来12个月期间铂金黯淡的供需基本面仍不会有多大改观，投资者缺乏做多意愿，铂价难有大的起色。
- 因此，尽管我们仍维持未来12个月期间铂价终将回升的研判，但任何回升都将主要来自于黄金价格上涨的外溢效应。鉴于我们已对未来金价走势改持更为谨慎的观点，故也调低了所预测的未来铂价。
- 尽管铂价持续低迷，但趁低吸纳的投资者数量并不多。实际上因铂/钯价格比率大幅收窄，近期一些技术型投资者还在大力建立铂金空头仓位。铂金ETPs在5月份曾录得资金小幅流入，但6月下旬再次出现资金流出。
- 尽管在2015至2016年铂价走低期间，很多日本散户投资者曾趁低吸纳，但今年日本小铂金条和铂金币的销量已陷入低迷。其背后的原因包括日元计价的铂价波动性降低，低买高卖的获利机会匮乏；投资者对铂价不仅未能重返对黄金的溢价，对后者的折价还在不断扩大而深感失望。
- 德国政府宣布将与汽车制造企业和地方当局携手实施减少汽车污染物排放量的计划，为此将于8月2日举行一次各方代表参加的大会。鉴于不到三个月后德国就将举行大选，预期德国汽车制造企业将承诺实施减少柴油动力汽车污染物排放量的计划，以改善空气质量，并力图恢复柴油车在2015年大众汽车排放作弊丑闻遭曝光后已严重受损的形象。
- 沃尔沃汽车公司已宣布2019年底前将停止生产所有传统内燃机汽车，只生产纯电动汽车和混合动力汽车。法国也已推出了在2040年前停止销售传统柴油车和汽油车的计划，尽管尚只是远期目标，但市场已开始消化该计划将带来的长远影响。

铂金市场现状与展望

➤ 6月份欧洲各国的汽车销量增降互现：

- 西欧地区最大汽车市场—德国的汽车销量同比下滑3%，主要原因是今年6月的工作日天数较去年同期少一天。尽管6月份销量下降，但今年上半年的总销量还是增长了3%。
- 英国汽车销量连续第三个月下滑，但因4月份汽车消费税调高后异常疲软的市场已逐步恢复常态，降幅已收窄。英国汽车市场前景向好，但柴油车的市场份额仍在继续萎缩，在新车总销量中的占比已从去年6月的47.5%降至今年6月的42.5%。
- 法国的汽车销量则小幅增长1%，今年上半年共计增长3%。

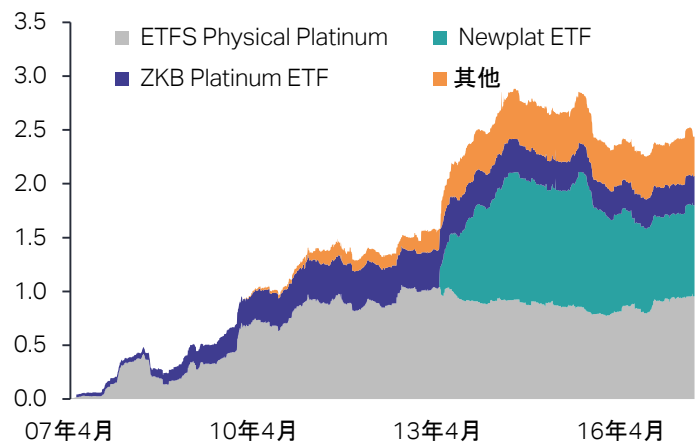
➤ 在4月和5月期间连续反弹后，6月份南非兰特对美元的汇率在13:1这一近两年来的高位附近整固，同时美元计价的铂价又连续走低，因此6月下旬兰特计价的铂价也已接近4年来的新低。这与2016年的情形形成鲜明对比，当时兰特计价的铂价大幅走高，为生产成本高的南非铂金生产企业赢得了喘息之机。尽管目前高成本铂金生产商再次面临沉重压力，但我们认为在可以预见的将来南非铂矿企业不会实施任何大规模关闭在产铂矿的计划，该国的失业率高企，实施这样的计划必将招致政府的干预。

➤ 近期我们前往北美地区进行实地调研，确认本年迄今来自汽车尾气净化催化剂的铂金回收量持续增长。尽管铂价持续低迷，但钢材价格持续走强，促使废料回收场将其囤积的部分材料出售。

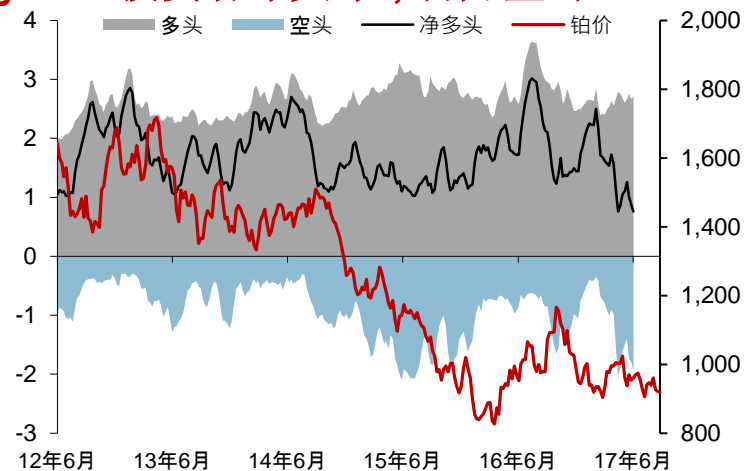
➤ **价格预测风险因素：**鉴于铂金价格与黄金价格正相关，前面“黄金市场”部分所述的宏观经济风险因素也将影响铂价。就影响铂金市场的特有风险因素而言，南非的产量在全球矿产铂金总产量中的占比很高，该国出现大规模供应中断始终是将导致铂价上行的一大风险因素。就价格下行风险而言，如果欧洲国家尤其是德国颁布更多限制柴油车的措施，则无疑将进一步打压铂价。

铂金市场现状与展望

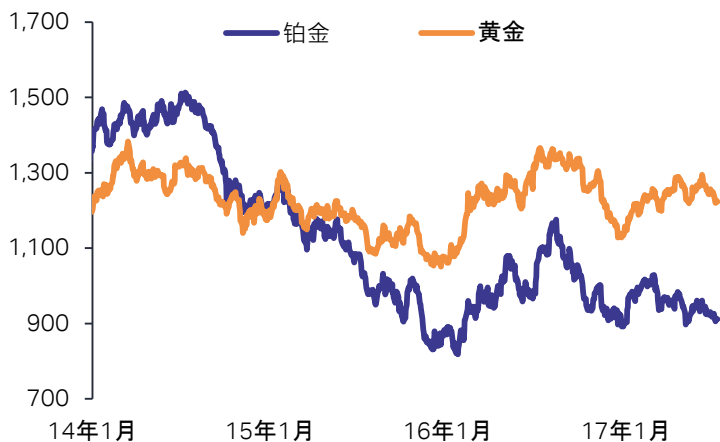
交易所上市基金，百万盎司



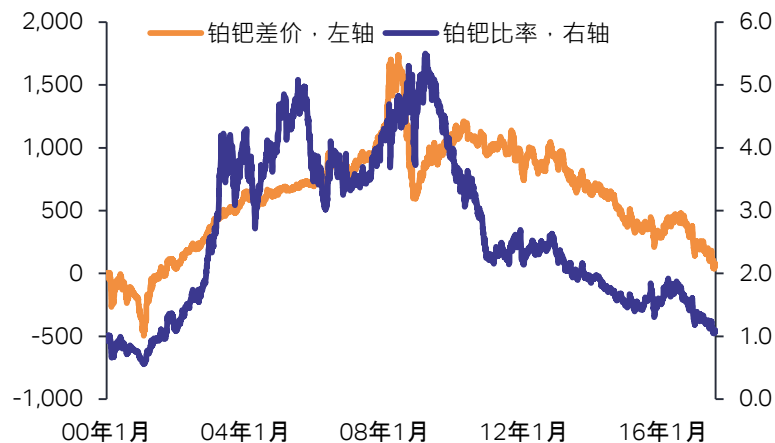
Nymex 投资者净头寸*, 百万盎司



铂金 & 黄金价格

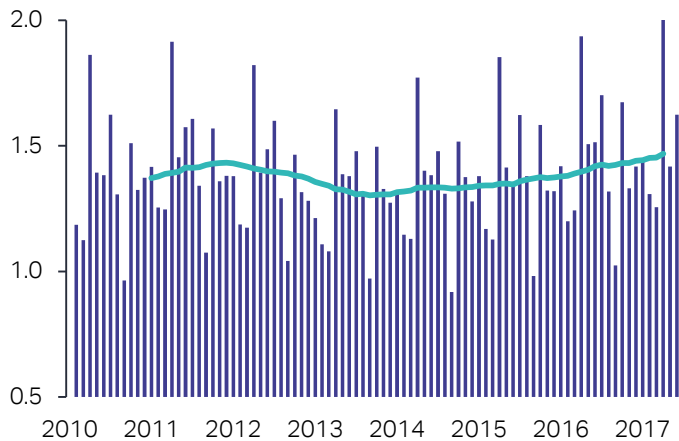


铂金:钯金 比率和差价



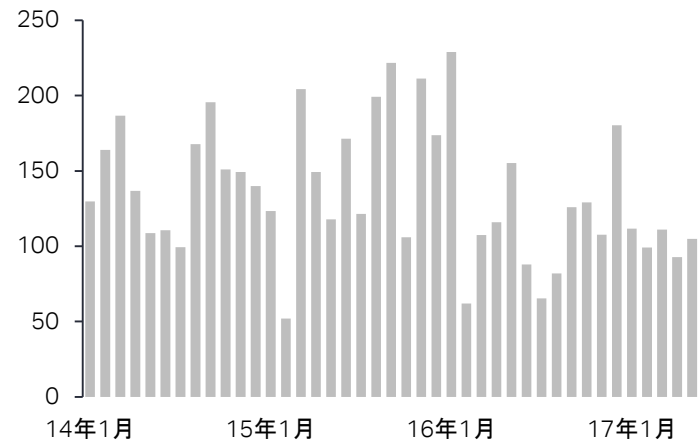
铂金市场现状与展望

欧洲汽车月销量, 百万辆



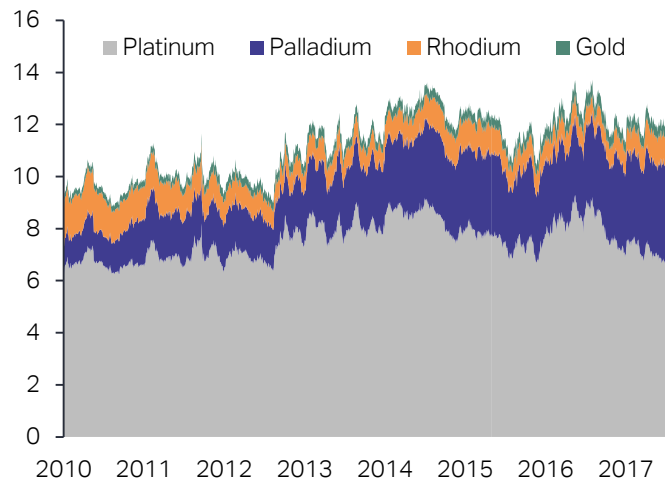
来源: Bloomberg

中国铂锭进口, 千盎司



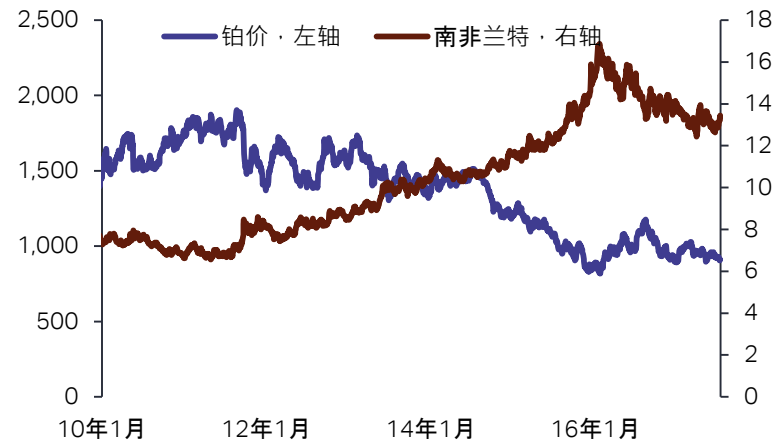
来源: Chinese Customs

南非铂金一揽子价格, 千南特/盎司



来源: Metals Focus, Bloomberg

铂金价格 & 南非兰特



来源: Bloomberg

钯市场现状与展望

6月9日，钯金市场缺乏短期流动性的状况加剧，现货价格飙升至928美元/盎司，创2001年来的新高，当天价格涨幅高达7%（60美元）。钯市场上出现现货溢价已有一段时间，6月中旬溢价进一步大幅上升，2017年6月交货的Nemex钯期货价格较9月交货价格高出40美元/盎司。之后溢价逐步收窄，但7月交货的钯期货价格仍比9月交货价格高9至10美元/盎司。

- 投资者增仓也是推高钯价的主要力量，Nymex钯期货多头仓位从5月底的230万盎司升至6月中旬的310万盎司（2014年9月以来的最高水平），不过空头仓位也从62.9万盎司升至92.9万盎司。钯期货总多仓数量已升至2014年后期以来的最高点。
- 因投机性交易活动日益活跃，价格波动性也在增大，6月份CME（芝加哥商品交易所）四次上调投机性钯期货交易的初始保证金，每份合约须支付的保证金从月初的4,400美元调高至月底的8,580美元。为抑制过度投机，CME历史上就实施过类似增加交易成本的措施，例如，2011年银价飙涨期间，八天内将期货交易保证金上调84%。
- 钯价飙涨后回落，月末报收于844美元/盎司，月内涨幅收窄至3%（每盎司上涨25美元）。同一期间铂价却在走低，结果铂和钯之间的价差已收窄至45美元/盎司（2001年以来的最低价差）。截止至7月7日，本年迄今钯价已上涨23%，为四种主要贵金属中表现最佳者。
- 展望未来，我们仍看好钯，未来几年间钯市场都将录得供应赤字。但我们认为钯价短期涨幅已过大（7月6日钯价回撤就部分反映出这一点），未来几个月间不大可能升破6月9日创出的近期价格高点。

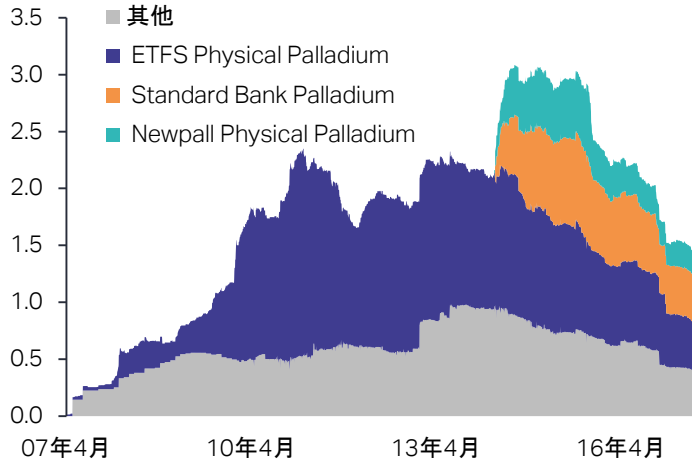
钯市场现状与展望

➤ 尽管总体来看未来钯价走势向好，但也面临下列利空：

- 5月份美国轻型汽车销量为152万辆，季节性因素调整后的年化销量为1,660万辆。今年前5个月期间的总销量较2016年同期下滑2.1%，其中公务车销量降幅达6.0%，家庭用车销量则仅微幅下降0.5%。不过也应看到，尽管汽车市场不如去年强劲，但得益于低利率、长贷款期限、低失业率、消费信心高等因素，美国汽车销量仍处于历史高位。
- 5月份中国汽车销量连续第二个月下滑，为2015年以来所仅见。背后的原因是汽车购置税优惠税率从5%调高至7.5%后，消费者购车积极性下降。
- 供应侧状况：Sibanye矿业公司宣布，在其新收购的美国静水矿山已与工会达成两年期工资协议，并将在今年后期启动与东卵石矿山工会的工资谈判。本月初该公司还完成了10.5亿美元的债券发行，超额认购达两倍。该批债券包括总额为5亿美元的5年期债券（两年内不可赎回），票面利率为6.125%，以及总额为5.5亿美元的8年期债券（四年内不可赎回），票面利率为7.125%。
- 价格预测风险因素：就价格上行风险而言，南非出现大规模供应中断始终是一大威胁因素。历史上供应中断的风险源为劳资纠纷引发的罢工，但目前南非铂族金属矿业企业最担忧的还是财务状况，他们约60%的营收来自于铂金销售，而目前铂价很疲软。此外，南非兰特又走强，更令这些企业面临沉重的成本压力。其中伦敦矿业公司面临的风险最高，近几周来该公司的股价已遭腰斩。
- 就价格下行风险而言，尽管市场对美国经济增长的预期已降低，但迄今为止股市尚未受到影响。因美国股市估值看起来已过高，出现大幅回调修正的风险已越来越大。同样，倘若中国经济硬着陆，投资者对钯的信心也将受到重创。最后，近期钯价的涨升受中国工业用户异常高的需求推动，在当地钯存货量急剧上升后，其新买入量必将放缓。此时若没有新的价格上涨催化剂，投资者很可能会选择获利了结。

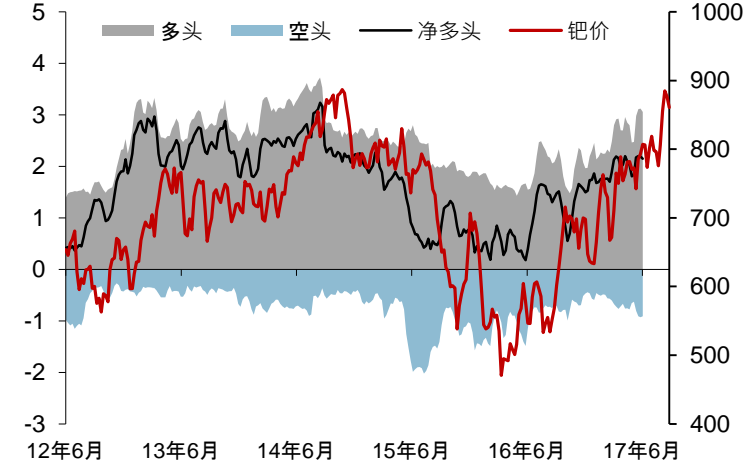
钯市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



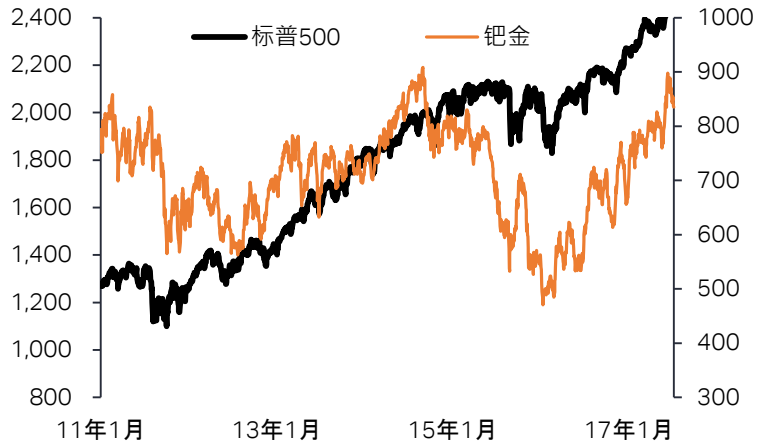
来源: Bloomberg

Nymex 投资者净头寸*, 百万盎司



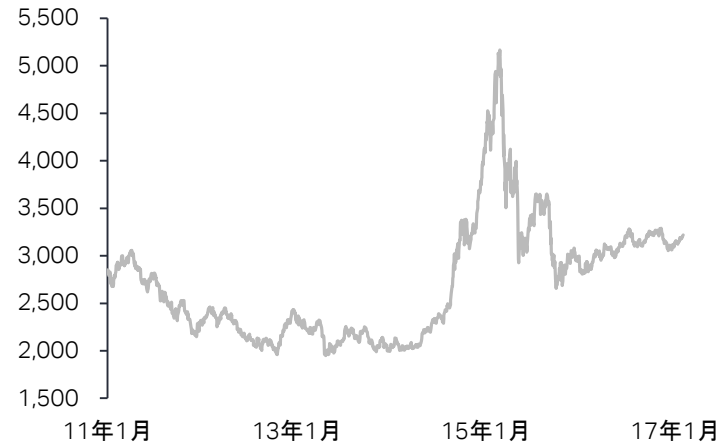
* 非商业和非报告头寸总和; 来源: CFTC

钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

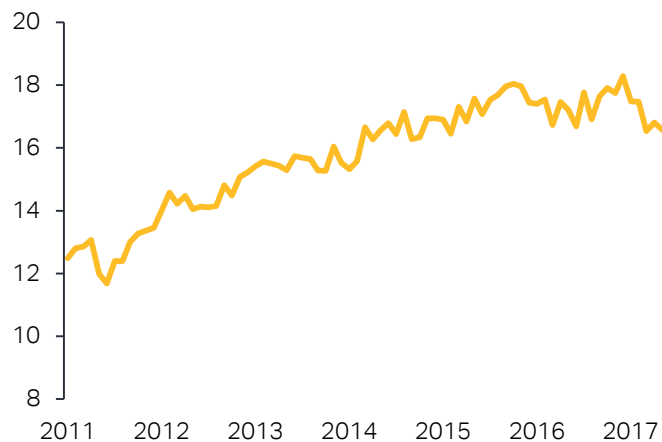
上证指数



来源: Bloomberg

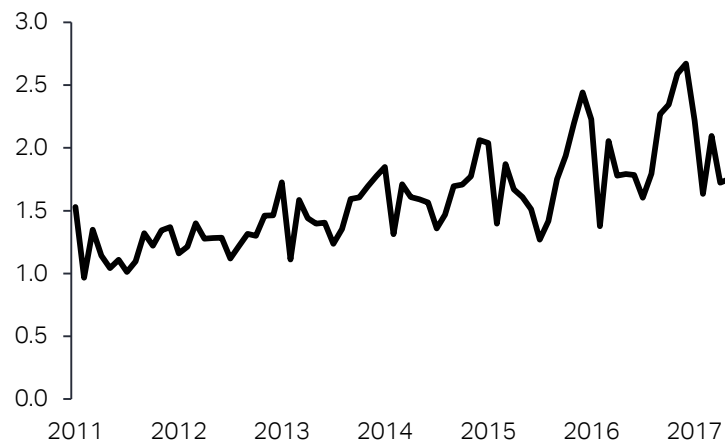
钚市场现状与展望

美国汽车滚动年销售, 百万辆



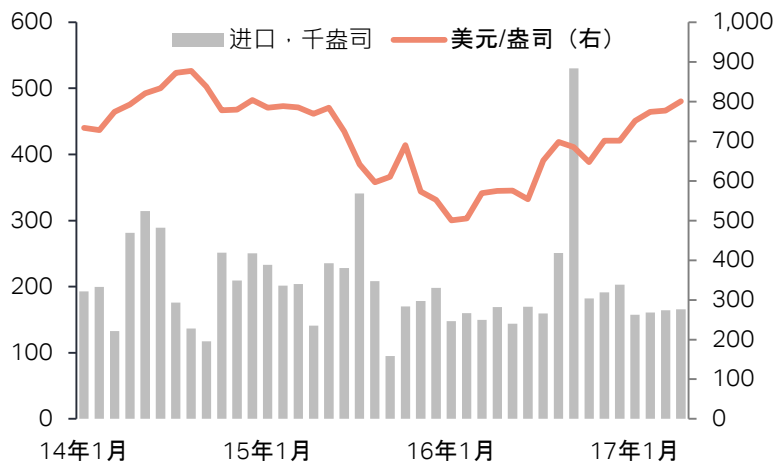
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 年比变化



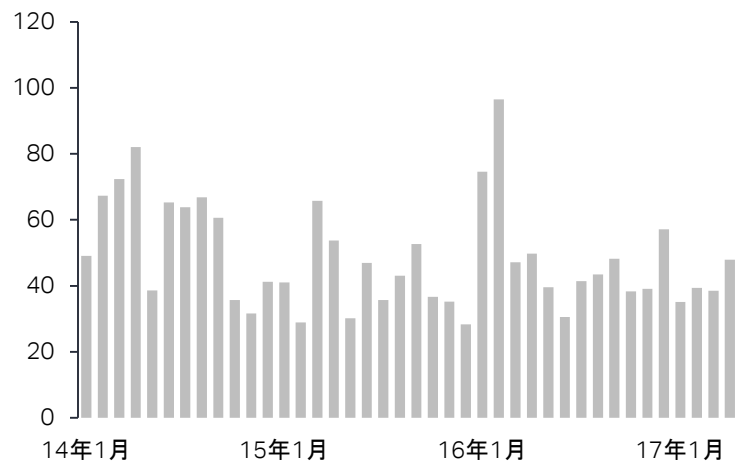
来源: Bloomberg

美国钚锭进口, 千盎司



来源: IHS

中国钚锭进口, 千盎司



来源: IHS

Metals Focus 团队

Philip Newman, 董事
philip.newman@metalsfocus.com

Charles de Meester, 董事
charles.demeester@metalsfocus.com
Tel: +44 (0)7809 125 334

Neil Meader, 研究&咨询 经理
neil.meader@metalsfocus.com

Peter Ryan, 顾问
peter.ryan@metalsfocus.com

Elvis Chou, 顾问, 台北
elvis.chou@metalsfocus.com

Chirag Sheth, 顾问, 孟买
chirag.sheth@metalsfocus.com

Gary Gong, 顾问, 上海
gary.gong@metalsfocus.com

Yiyi Gao, 研究员, 上海
yiyi.gao@metalsfocus.com

Nikos Kavalis, 董事
nikos.kavalis@metalsfocus.com

Oliver Heathman, 顾问
oliver.heathman@metalsfocus.com

George Coles, 顾问
george.coles@metalsfocus.com

Junlu Liang, 高级分析员
junlu.liang@metalsfocus.com

Simon Yau, 顾问, 香港
simon.yau@metalsfocus.com

Çağdaş D. Küçükemiroğlu, 顾问, 伊斯坦布尔
cagdas@metalsfocus.com

Madeleine Hinton, 研究员
madeleine.hinton@metalsfocus.com

Neelan Patel, 市场销售
neelan.patel@metalsfocus.com

Carmen Eleta, 区域销售总监
carmen.eleta@metalsfocus.com

M# METALS FOCUS

联系方式

地址

Unit T, Reliance Wharf
2-10 Hertford Road
London N1 5ET
UK

电话: +44 20 3301 6510

邮箱: info@metalsfocus.com

www.metalsfocus.com

彭博Metals Focus 主页: MTFO

彭博两天: 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对：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。