Metals Focus

贵金属月报

第102期 – 2024年5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

中国黄金协会
CHINA GOLD ASSOCIATION

Metals Focus 感谢以下机构
对《贵金属月报》中文版的支持

valcambi suisse

www.valcambi.com

ASAHI REFINING

www.asahirefining.com

RAND REFINERY

www.randrefinery.com

SD-GOLD

www.sdhjgf.com.cn

中国国际黄金大会
CHINA GOLD CONGRESS

2024 中国国际黄金大会
China Gold Congress & Expo

创新驱动、绿色发展、共襄未来

7月26日-28日 国家会议中心（上海）

主办单位：

中国黄金协会
China Gold Association

WORLD GOLD COUNCIL
世界黄金协会

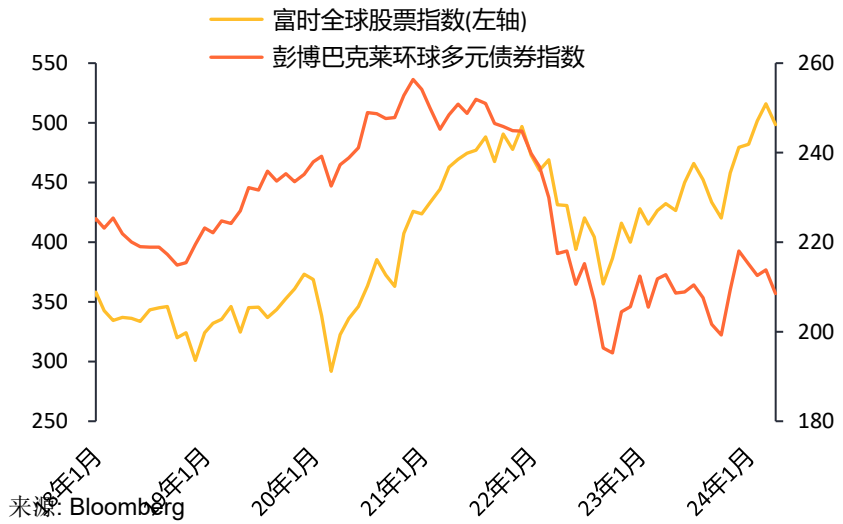
咨询报名：
电 话：010-64465066
传 真：010-64466368
Email: info@bj-unismart.com

宏观经济现状与展望

- 由于投资者既担忧地缘政治紧张局势加剧，又担忧利率将在更长时间内保持在较高水平的可能性加大，4月份全球金融市场波动率大幅上升。
- 在这一大背景下，4月份全球股市于六个月来首度下跌，其中标普500指数较上月下跌近3%。相比之下，除钯金外其他贵金属的价格虽然自高点回落，但截至月末仍都温和上涨。
- 由于地缘政治紧张局势未骤然加剧，投资者关注的焦点转向经济基本面并重新评估今年美国利率前景。鉴于2024年迄今美国通胀数据高于预期，金融市场已下调降息预期。作为例证，年初市场尚预期今年将累计降息125个基点，而目前的联邦基金利率期货价格显示今年仅会降息50个基点，迟至9月份才会首次降息。
- 虽然利率将在更长时间内保持在较高水平的前景支撑美元走强并打压贵金属价格，但到目前为止,尚未导致贵金属尤其是黄金和白银遭较大规模抛售。
- 贵金属价格走势较强部分归因于美国经济增长势头放缓，4月份制造业和服务业经济活动均收缩，劳动力市场也出现降温迹象。与此同时通胀仍顽固高企，再度引发对出现滞胀的担忧。
- 考虑到金银价格涨速颇快，加之战术性多头仓位上升，预计短期内金银价格可能会回调，夏季期间进一步下行的可能性也不能被排除。不过一旦新一轮降息周期开启且2025年进一步降息的可能性增大，2024年后期金价有望显著回升，并将带动银价和铂价。

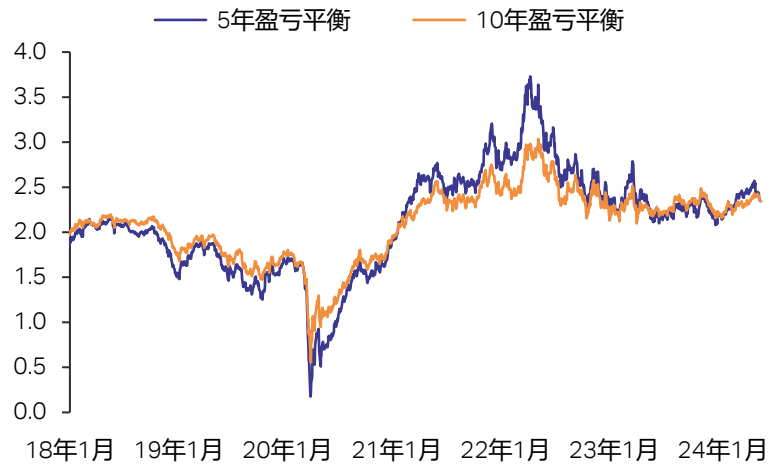
宏观经济现状与展望

全球股票与债券市场



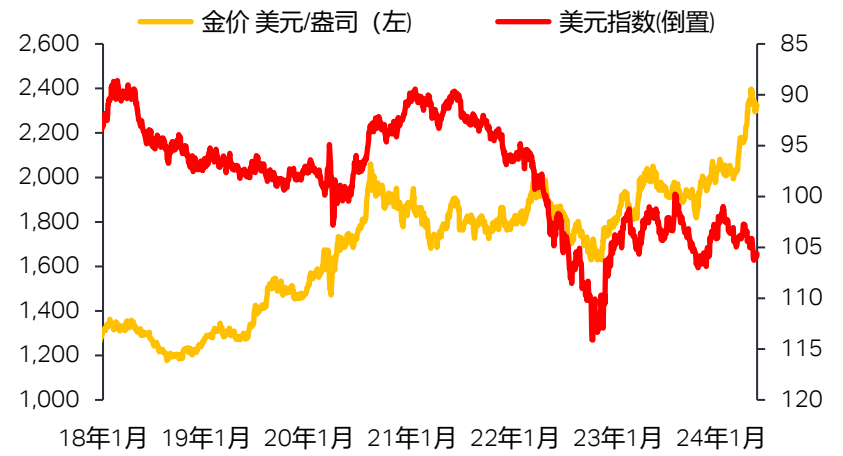
来源: Bloomberg

美国5年与10年期盈亏平衡通胀率 %



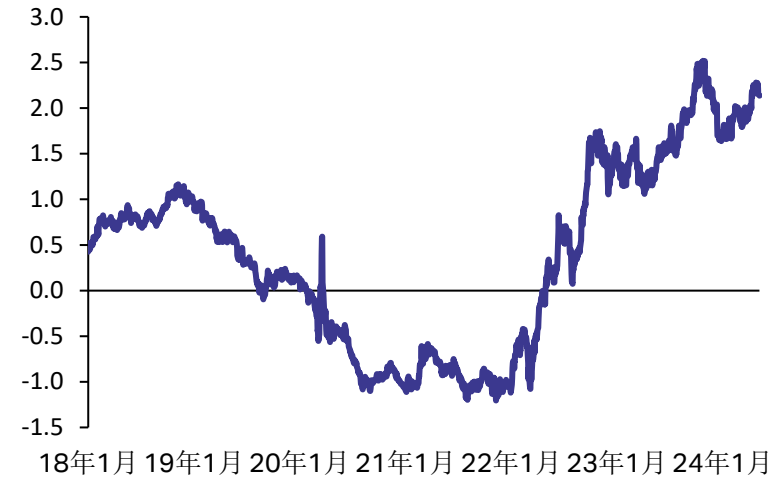
来源: Bloomberg

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

4月早期**黄金**价格继续迭创历史新高，12日触及2,432美元/盎司的峰值。之后金价虽回撤，但仍在2,300美元/盎司一线获得强劲支撑。

- 延续3月份的趋势，4月份金价漠视美国利率可能在更长时间内保持在较高水平的前景而继续走强。
- 从本质上讲，这反映出地缘政治和宏观经济大环境动荡不安对金价的提振作用。除地缘政治局势持续紧张外，美国政府债务不断膨胀等其他尾端风险因素也众多。这些因素都推动2023年期间基本上回避投资黄金的机构投资者重返黄金市场。调研反馈的信息还显示，就推高金价而言，已持有黄金的投资者无意卖出与机构投资者新买入黄金同样重要。
- 全球官方部门买入黄金对金价的支撑作用仍坚实。据估算，2024年一季度官方部门的黄金净买入量达290吨，同比变动甚微，较2010-2019年同期的平均值翻了一番多。
- 尽管近期金价已回落，但短期内更多战术性投资者仍有可能获利了结。预计如果没有新的地缘政治引发因素，今年三季度金价或将回撤。
- 不过一旦金价回调，未在近期金价上涨期间入市的投资者可能会开始买入。这应能使金价下行幅度受限，并最终推动金价在2024年后期回升。
- 如前面“宏观经济”部分所述，今年仍有望看到美国下调政策利率，虽然降息时间可能会较之前的预期更迟，步伐也可能更为缓慢。一旦降息周期启动，黄金应会受益。同时，即使近期高度紧张的中东局势进一步缓和，地缘政治风险可能仍高企，不久后举行的美国大选也会带来更多不确定性。
- 鉴于上述诸因素，我们小幅上调了今年后期的金价预测值(具体价格预测请与我们联系订阅)。

黄金市场现状与展望

- 在**中国**，由于金价快速上涨，以及对短期内价格将回调的谨慎情绪日益升温，4月份黄金首饰加工量承压，而以往零售商本应在五一节假期（5月1日-5日）到来之前增加库存。相比之下，由于缺乏有吸引力的替代性投资选项，叠加对人民币进一步贬值的担忧，实物黄金投资需求则保持稳健。

- 受金价上涨和消费者需求疲软的双重影响，3月份**印度**黄金进口量同比下降逾一半，仅为30吨。近期金价回落后，印度实物黄金需求略有上升，但绝对数量仍低于正常年份婚礼季节和佛陀满月节（今年5月10日，被认为是极为吉祥的购金日子）之前的需求量。

- 在**土耳其**，4月份大部分时段内国内金价对国际金价的溢价在50-120美元/盎司区间内波动，但从最后一周起开始下降，目前接近25-70美元/盎司区间的下沿。背后的主要原因包括土耳其里拉储蓄账户提供更高的存款利率，国内金价呈区间震荡走势，非正规渠道黄金流入量大幅上升后黄金供应状况持续改善。

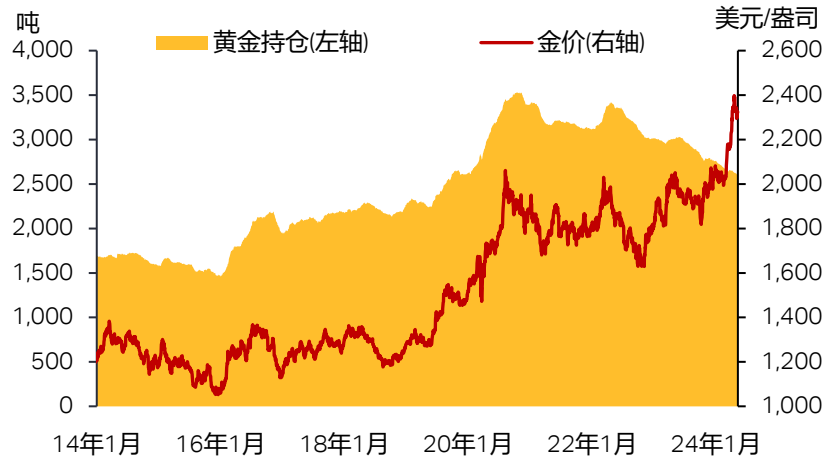
- 近期收到的反馈信息显示，虽然金价涨至创纪录高位，但**西方市场**上黄金回收供应量并未发生大的变化，绝对数量虽可能已上升，但升幅甚小，仍远低于2010年-2019年期间早期的数量。同样的，首饰加工商称金价上涨对加工产量仅有温和负面影响，一些厂商的产量可能有所下降，但这更多归因于消费者用于非必需品的开支受限等其他因素。

- 在黄金**矿产供应**方面，Equinox黄金公司以9.95亿美元的对价，从Orion矿山金融公司手中收购了Greenstone金矿40%的权益，使其成为该金矿的单独所有者。股权整合后Equinox公司的黄金年产量有望增加16万盎司，在头五年期间年均产量将达到40万盎司左右。预计该收购交易将于今年二季度末前完成。

- **价格预测风险因素：**在金价上行风险方面，如果经济陷入滞胀，或是地缘政治紧张局势骤然升级，都有可能会引发黄金买入潮。在下行风险方面，通胀上升和经济强劲都可能会引发黄金抛售潮。

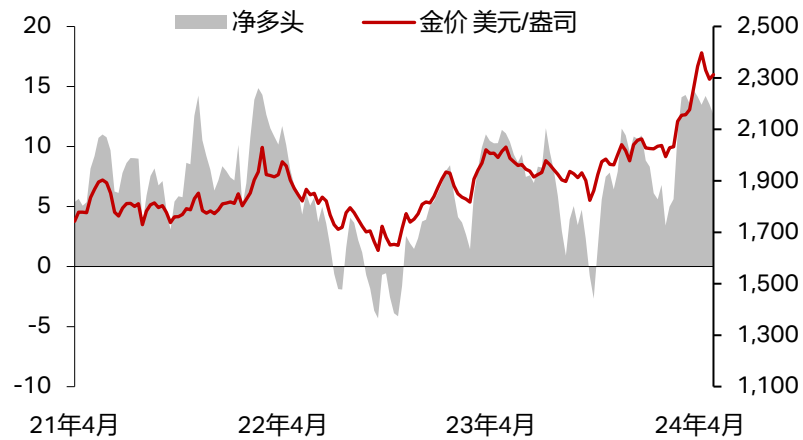
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



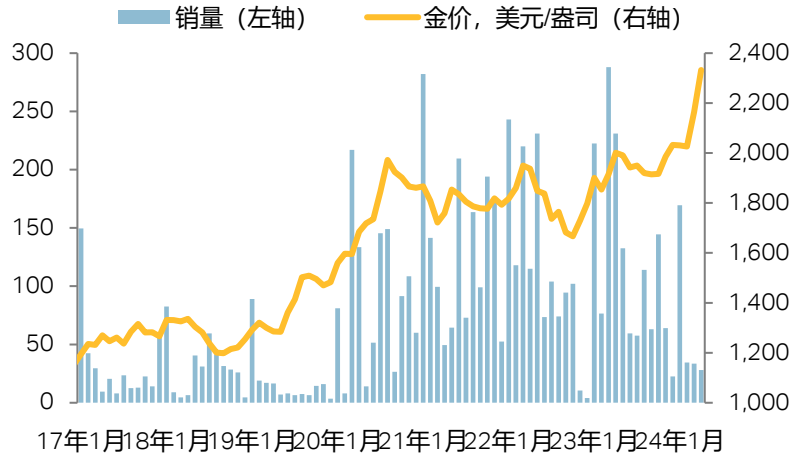
来源: Bloomberg

Comex 净仓位*, 百万盎司



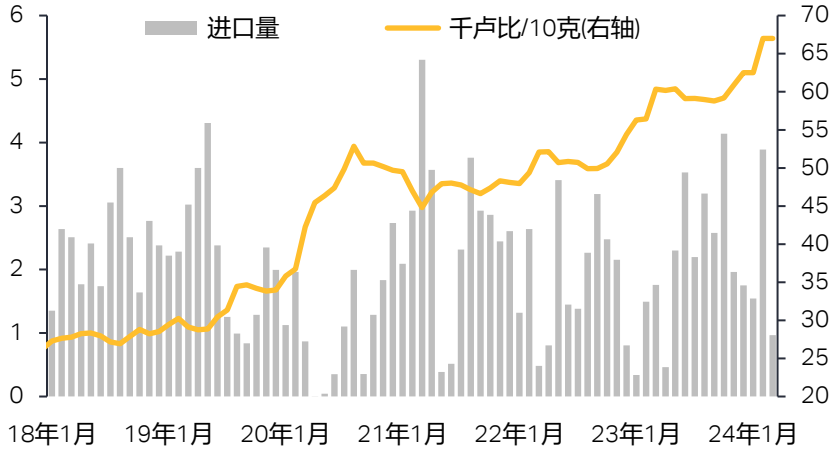
*管理基金(Managed Money)仓位； 来源: CFTC

美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

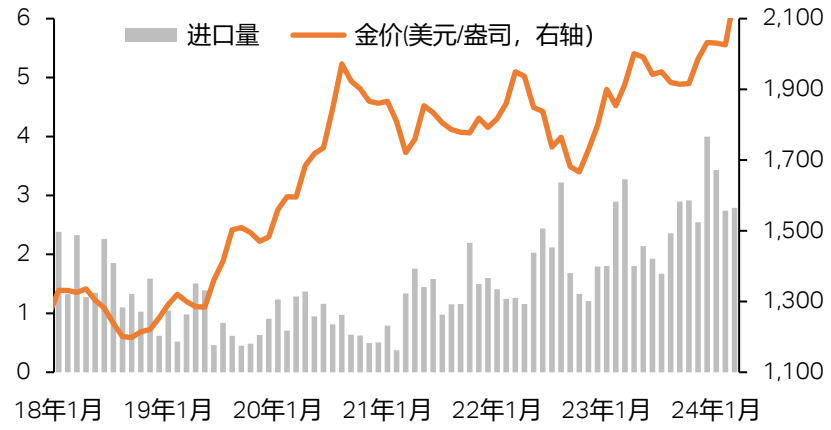
印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

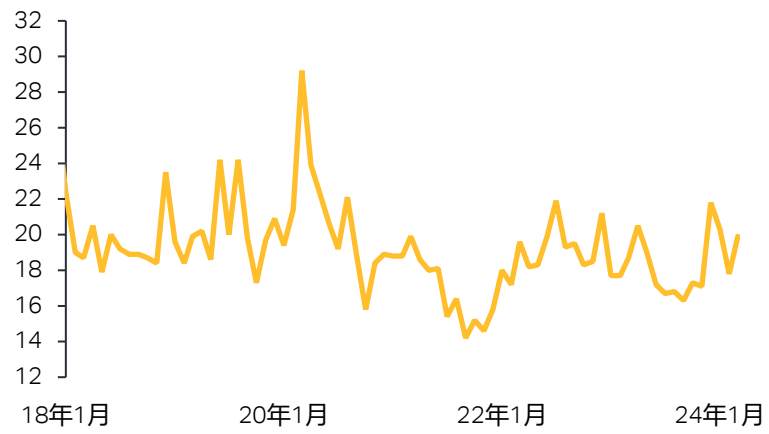
黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



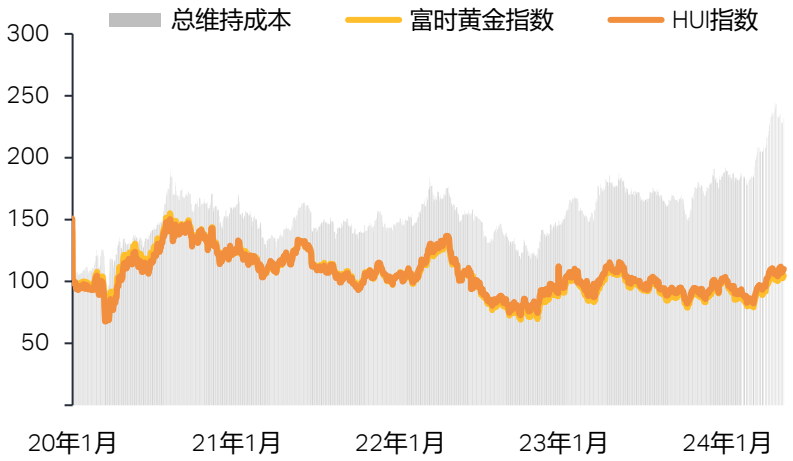
来源: Hong Kong Customs

伦敦金银市场清算量*，百万盎司



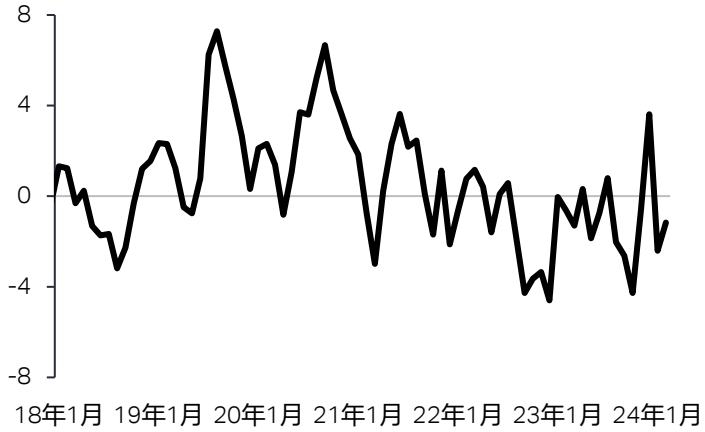
*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银市场协会

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

3月份向上突破后，4月初**白银**价格加速上涨，12日触及三年来的高点29.80美元/盎司，较3月初价格上涨逾30%。之后随着投资者开始兑现利润，银价持续回撤，撰写本报告之时交投于27美元/盎司附近。

- 与3月份的情况一样，金价飙涨是推动4月份银价显著走强的根本因素。此外，基本金属价格进一步回升也在一定程度上支撑银价走高。
- 随着技术指标转牛，2023年期间因银价区间整荡而基本回避白银的战术性投资者资金流入回升，让白银受益。鉴于金价已涨至创纪录高位，金/银价格比率也仍高企，投资者预期白银最终会追赶上黄金涨幅也推动新投机资金流向白银。
- 吸纳白银的兴趣不断上升在短线投资者中表现得尤为明显。在上海期货交易所和芝加哥商品交易所集团（CME），4月份白银交易量都大幅上升，重返2020年8-9月份期间的高位。3月份净仓位转为净多头后，到4月16日管理基金持有的CME白银期货净多头仓数已超过2亿盎司，为两年来首次。尽管之后部分投资者获利了结，4月末净多头仓数仍保持在较高水平。
- 相比之下，在3月份上升4%后，4月份白银ETP（交易所交易产品）的总持仓量（持仓主要为中长线投资者）则大致与上月持平。
- 展望未来，鉴于近期投机性多头仓位数大幅上升，今年二季度剩下时段内银价仍易于受到投资者进一步获利了结的冲击。不过预计今年后期银价将重拾涨势。自上期月报发布我们已上调了银价预测值，以反映金价预测值上调的带动作用。(具体价格预测请与我们联系订阅)

白银市场现状与展望

- 在西方国家的白银零售投资需求方面，银币和银条的销量仍疲软。我们的钱币市场调查季报显示，今年一季度北美洲和欧洲的银币销量同比分别下降39%和19%。在这两个地区银币销量的降幅均低于金币，反映出个人投资者回售所持银币的数量较低。

- 因银价大幅上涨，4月份印度白银进口量剧降至100吨左右。2月份该国白银进口量达2,200吨，创出单月新高，3月份进口量也颇高，为849吨。企业利用《印度-阿联酋全面经济伙伴关系协定》提供的优惠进口关税税率大量进口白银，是推动今年早些时候印度白银进口量飙升的主要因素，其中相当大一部分仍闲置在仓库中。鉴于国内银价接近创纪录高位，预计近期印度白银需求仍将低迷。

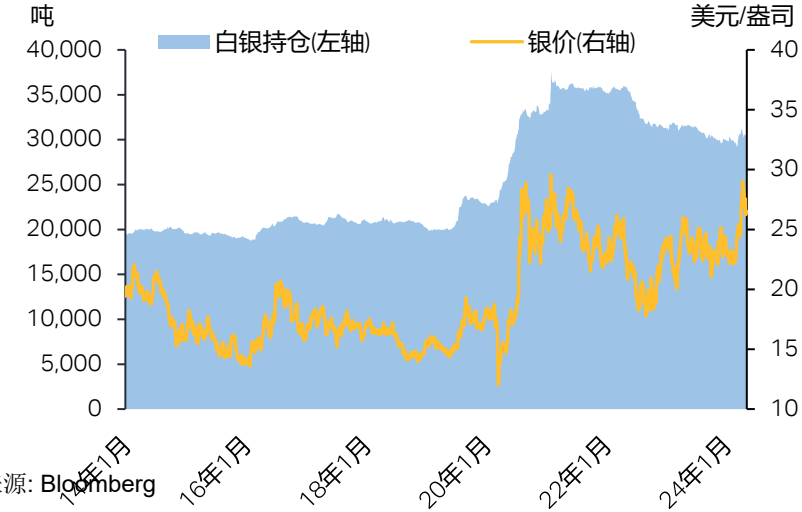
- 在白银**工业需求**方面，得益于供应链各环节的工厂开工率都处于较高水平，4月份中国工业制造企业的白银需求保持稳健。4月中旬以来银价回调可能促使终端用户补充白银库存。上海期货交易所和上海黄金交易所的白银库存均已下降，也反映出这一点；截至四月底，这两大交易所的白银库存量分别下降177吨和104吨。

- 在**供应方面**，科尔黛伦矿业公司宣布旗下新矿建的罗切斯特矿山的平均矿石处理量已接近70,000吨/日，进入商业化生产阶段。一旦实现满负荷生产，该矿山将跻身全球最大的露天堆浸矿山之列。预计今年上半年该矿山就将实现满负荷生产，有望成为美国最大的生产和精炼白银供应源。

- **价格预测风险因素：**与黄金的情况一样，银价上行主要风险因素也是地缘政治风险加剧。在下行风险方面，中国经济进一步走弱可能将打压工业用大宗商品价格，进而拖累银价走低。

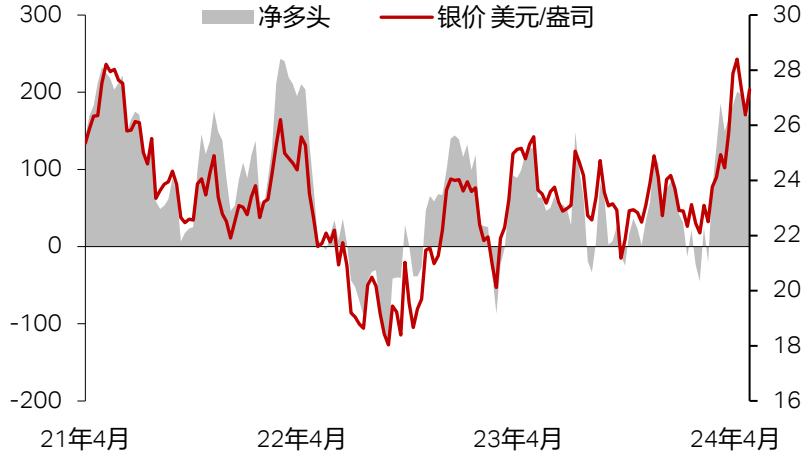
白银市场现状与展望

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

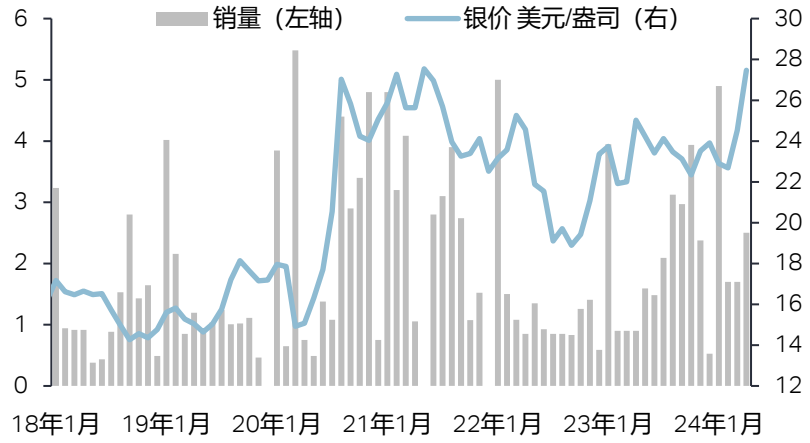
来源: Bloomberg

白银 & 黄金价格 美元/盎司

来源: Bloomberg

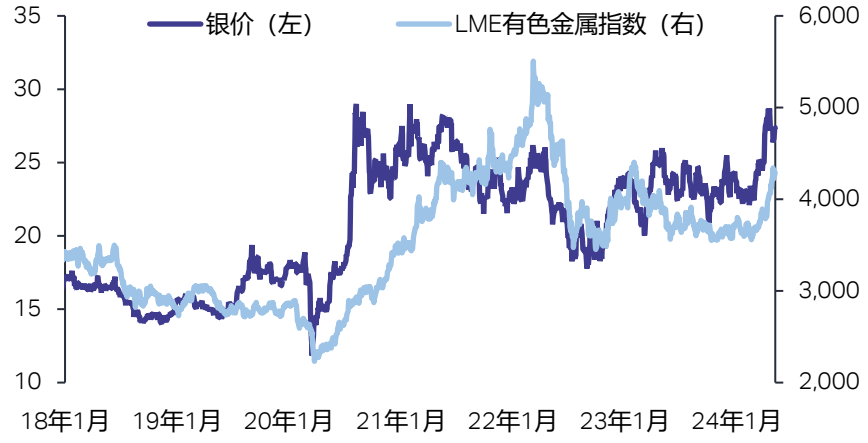
白银市场现状与展望

美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



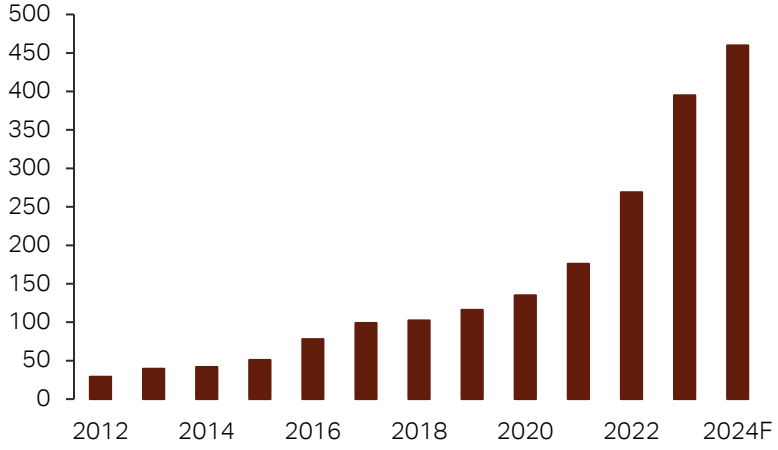
来源: US Mint

白银 （美元/盎司）& 有色金属价格



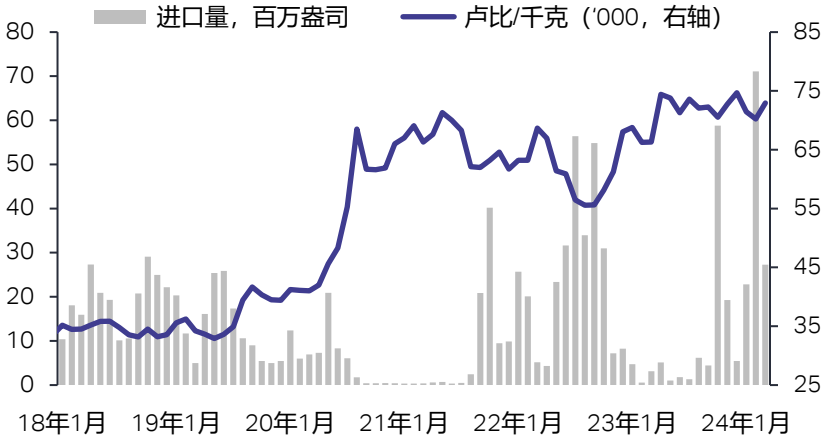
来源: Bloomberg

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

4月份**铂金**开盘价为914美元/盎司,上半月随金价上涨而走高，在金价创出历史新高的同一天触及月内高点1,008美元/盎司。随着4月份金价飙涨，19日铂金与黄金间的价差也达到1,465美元，创出新高。之后因面临1,000美元/盎司的阻力位，加之金价也小幅回落，铂价跌至900美元/盎司，月末报收于936美元/盎司。

我们的铂价预测值与上期月报所列相同(具体价格预测请与我们联系订阅)。

- 4月26日铂金价格的50日简单移动平均线上穿200日移动均线（被称为“金叉”，为走牛信号），为2022年12月以来首次。次日铂价上涨36美元，触及950美元/盎司，之后引发获利了结。虽然金叉是价格走牛信号，可能推高未来铂金底价，但我们目前并不认为2025年铂价会大幅突破上行。

- 4月份全球**铂金**ETP的总持仓量上升5%（增加14.1万盎司），创去年4月份以来最大单月升幅。4月12日铂价上试1,000美元/盎司之时，欧洲铂金ETPs卖出了8.3万盎司，不过在4月最后四个交易日期间，随着铂价下探900美元/盎司，又买入了20万盎司（全月持仓量上升8%，增加10.4万盎司），显示其持仓量的增减跟随铂价区间震荡走势，纽约商业交易所（Nymex）期货投资者和中国实物铂金投资者的交易行为也类似。在全球其他地区，北美洲和南非基金的持仓量均增长3%。由于日元贬值导致国内铂价上涨，日本基金则净卖出铂金（全月持仓量下降10%，减少1万盎司）。

- 今年3月份**中国大陆和香港特区**的铂金进口量为29.8万盎司，一季度总进口量达62.5万盎司。虽然单季度数字看起来并不那么耀眼，但需要指出的是一季度通常是进口量特别低的季度（部分原因是由于春节在该季度，而且通常铂价较高），而今年一季度进口量已创出2016年以来该季度进口量的新高。

铂金市场现状与展望

- 4月初CME管理基金持有的铂金期货为净空头（数量5.1万盎司），不过到该月中旬历经长达11周的净空头后，因铂价在金价飙涨带动下升至1,008美元/盎司的高点，净仓位转为净多头，净多头仓数达57.9万盎司。之后与2023年下半年以来的情况一样，投机者很快获利了结，导致净仓位数迅速变动77.1万盎司转为净空头26.3万盎司，驱动铂价大跌至900美元/盎司（4月25日）。月末净空头仓数小幅降至22.7万盎司。

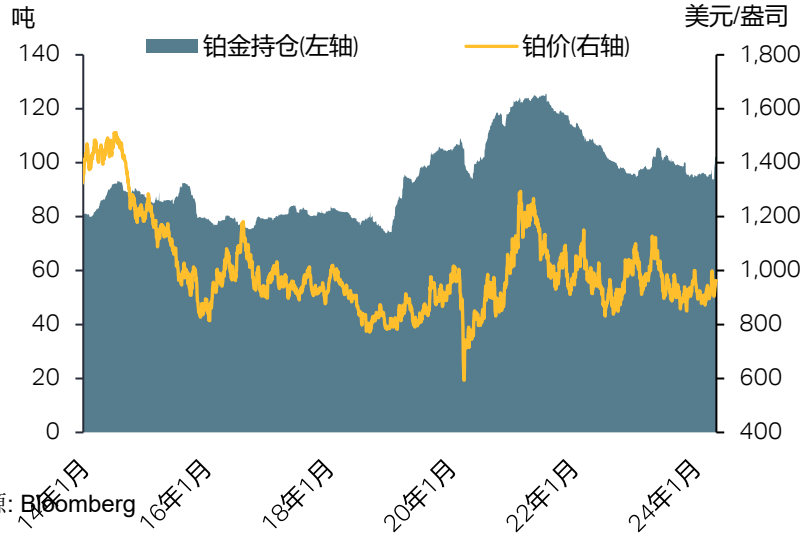
- 雷诺汽车公司宣布其使用氢燃料的商用车雷诺Master Van H2-TECH将在5月份于荷兰鹿特丹举行的世界氢能峰会上展出。目前荷兰拥有17座加氢站，还有7座正在建设中。该国还计划在今年夏季推出氢燃料电池汽车激励计划。不过从全球来看，氢燃料电池汽车表现不及预期，预计今年产量将降至1万辆以下。

- 在**供应方面**，4月底英美资源集团拒绝了澳大利亚矿业巨头必和必拓公司发出的总额达310亿英镑的收购要约。根据必和必拓公司的提议，英美资源集团旗下的铂族金属矿山将整合入一个独立部门，短期内不大可能对矿产铂族金属供应产生较大影响。英美资源集团称之所以拒绝该收购要约是因为要约“投机取巧，没有重视英美资源集团的前景”。此外南非矿产资源部长也反对当前版本的收购要约。不过考虑到必和必拓公司的CEO目前正在南非与政府官员、监管者和股东会谈，可能会看到收购要约得到进一步修改。

- **价格预测风险因素：**随着5月底南非大选到来，爆发社区动乱的风险上升，可能冲击矿产铂金供应并推高铂价。氢能产业的增长因氢能中心推出失败或实施全氟和多氟烷基物质限制规定而放缓，可能削弱铂金的投资吸引力并打压铂价。

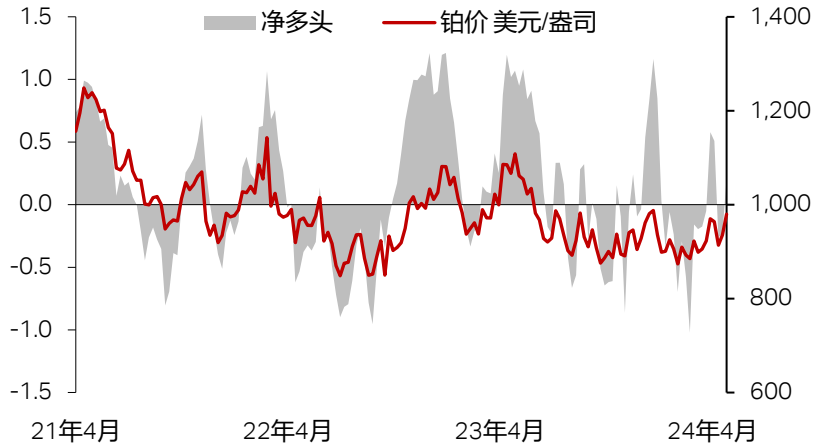
铂金市场现状与展望

交易所上市基金，吨



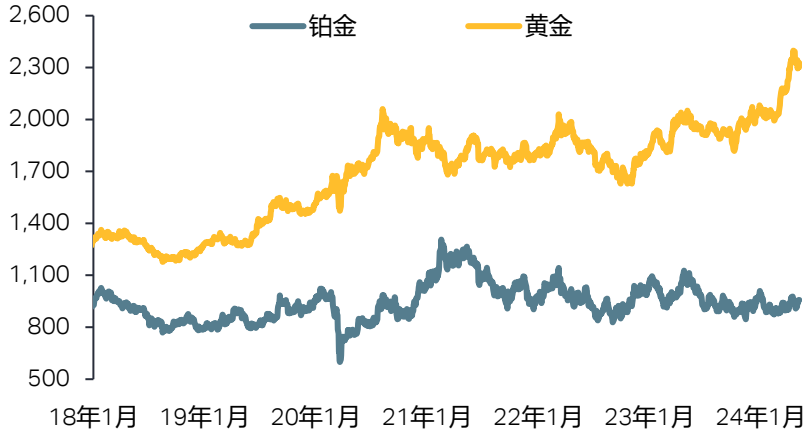
来源: Bloomberg

Nymex 铂金净多头仓位*, 百万盎司



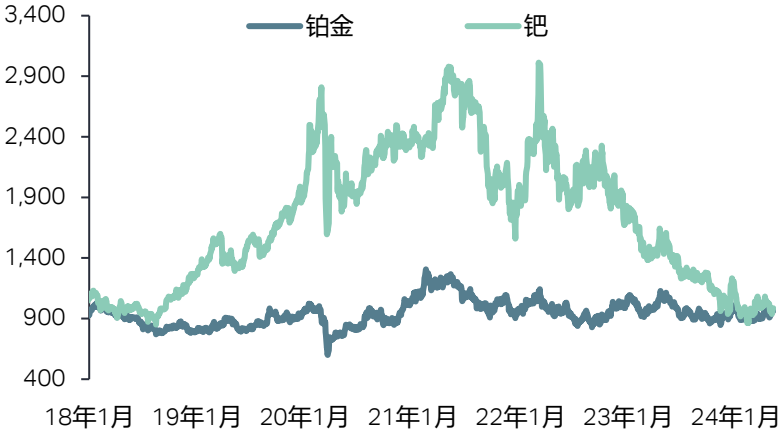
*管理基金(Managed Money)仓位； 来源: CFTC

铂金 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

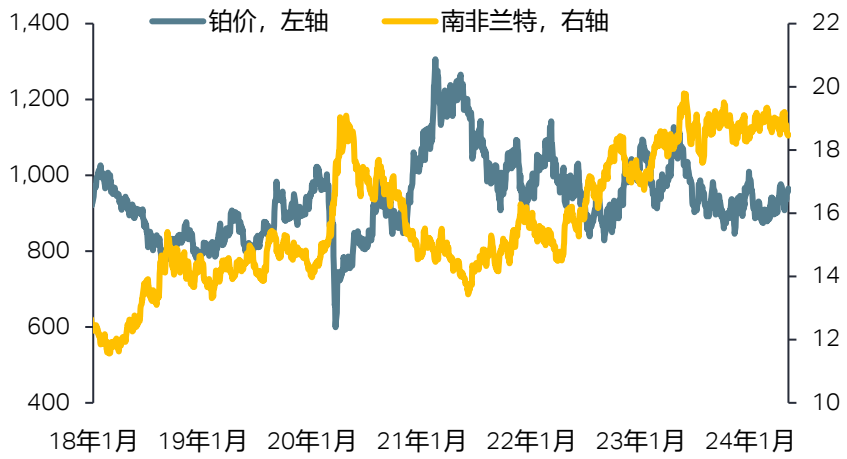
铂金&钯金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

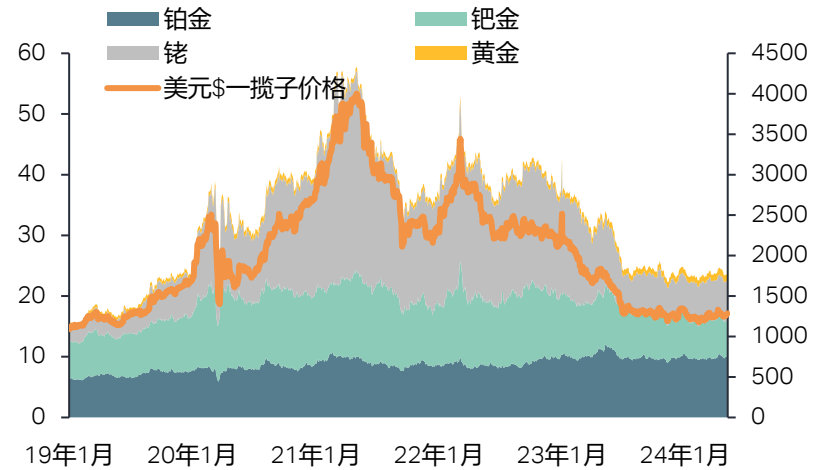
铂金市场现状与展望

铂金价格 & 南非兰特



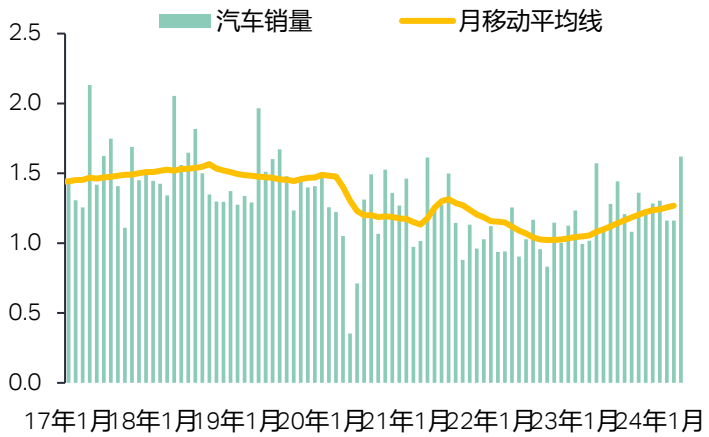
来源: Bloomberg

南非4E一揽子价格，千兰特/盎司



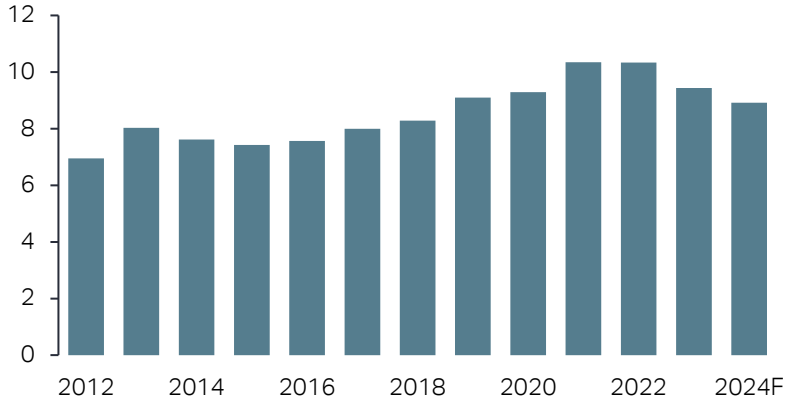
一揽子价格基于经典南非金属分割，包括56.6%铂，33.2%钯，7.7%铑以及2.6%金。
来源: Metals Focus, Bloomberg

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

4月份**钯金**开盘价为1,014美元/盎司，第一周呈横盘震荡走势，多次测试1,000美元/盎司关口。之后未跌破该关口还上涨100美元，10日触及月内高点1,103美元/盎司。此后因投资者获利了结，钯价持续走低，月末报收于952美元/盎司。

鉴于钯价表现疲弱，我们已将今年二季度钯金均价预测值下调。不过考虑到与2023年一样，2024年钯金供需缺口也会很大，加之利率下降也有助力，我们预计2024年后期钯价将回升(具体价格预测请与我们联系订阅)。

- 4月底钯价再度与铂价持平，目前二者都在测试该持平价位。2月中旬钯价也曾短暂与铂价持平，但之后钯价强劲反弹至1,100美元/盎司一线，转而对铂价溢价160美元，再之后又逐步收窄。除今年2月份外，钯价低于铂价的情形还要上溯至2018年。目前铂价为钯价提供了支撑位。

- 4月初CME管理基金持有的钯金期货净仓位为净空头，数量达101万盎司，为2023年9月份以来期货投机者钯金仓位的常态水平。4月中旬净空头仓小幅下降，月末又升至119万盎司，驱动钯价走低。

- 4月份全球**钯金**ETP的总持仓量上升4%（增加2.9万盎司），至66.3万盎司，创2020年1月份以来新高（当时钯价为2,400美元/盎司），但以历史标准衡量和相较于铂金ETP的持仓量都仍处于低位。总持仓量增长归功于北美洲和南非的基金增仓（持仓量分别增长9%和65%，增加3万盎司和1.2万盎司），而欧洲基金则出现净流出（持仓量下降6%，减少1.4万盎司）。近24个月以来，投资者在钯价下跌时投机性买入一般都会推动钯金ETP的持仓量增长。

钯金市场现状与展望

- 3月份**中国大陆和香港特区**的钯金进口量为12.2万盎司，一季度总进口量达41.2万盎司，同比增长15%。与铂金的情况一样，年初以来中国实物钯金需求强劲，显示投资者继续在钯价处于低位时积极买入。

- 4月份美国新车销量为130万辆，较3月份下降8.4%（部分原因是销售日较少），同比也下滑1.8%。4月份轻型汽车季节性因素调整后的年化销量为1,600万辆，较去年同期的1,580万辆略有上升。预计2024年北美地区的汽车总产量将增长4%，其中汽油车产量增幅为2%。不过我们预计因大排量SUV汽车和皮卡产量下降，2024年北美汽车业的钯金需求量将仅与2023年持平，约为170万盎司。

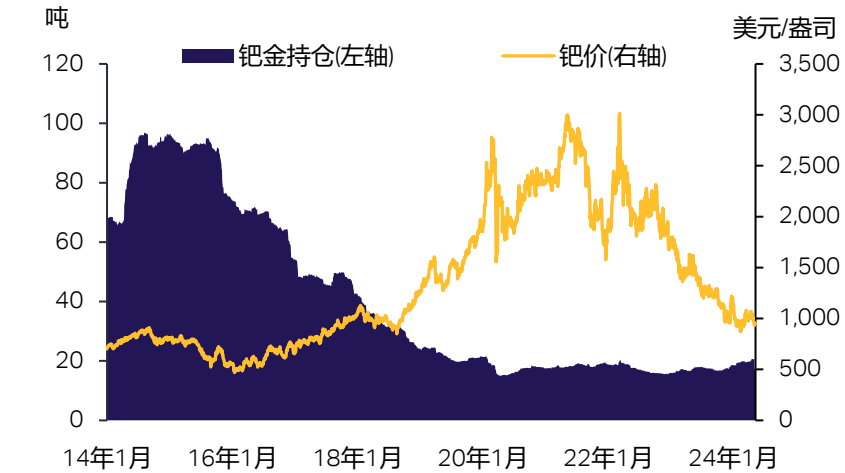
- 预计2024年全球汽车业的钯金总需求量将下降2%，从2023年的850万盎司降至830万盎司。

- 为在一篮子铂族金属价格不断下跌的环境下努力降低成本，铂族金属**矿产**企业都在继续实施削减成本的措施。羚羊铂业公司于4月底宣布计划裁员3,900人（约为员工总人数的6%）。今年早些时候西班耶-静水矿业公司也宣布计划对旗下位于南非的四座铂族金属矿山进行重组，将影响逾4,000名雇员和承包商（约为公司铂族金属矿山员工总人数的8%）。虽然矿企希望在不影响产量的情况下采取措施削减成本，但事实上很难做到大幅削减成本而又不影响产量。

- **价格预测风险因素：**汽车电动化进程快于预期将打压汽车业的钯金需求和投资者对钯金的预期，导致钯价走低。另一方面，钯金期货空头仓位高企可能会引发轧空，推动钯价飙升。

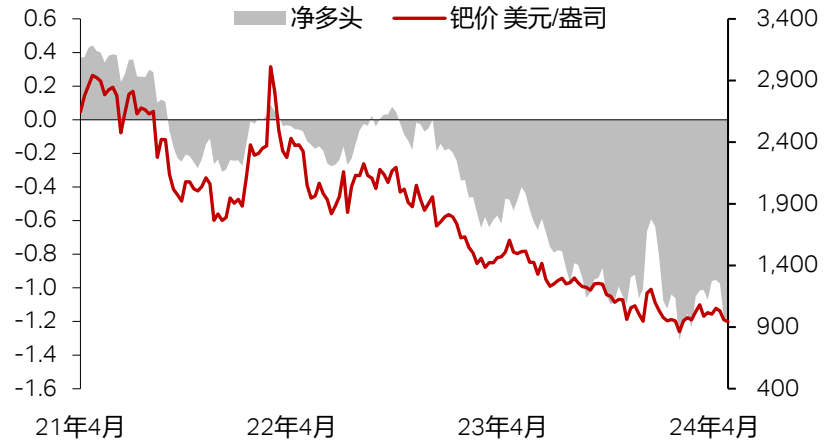
钯金市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



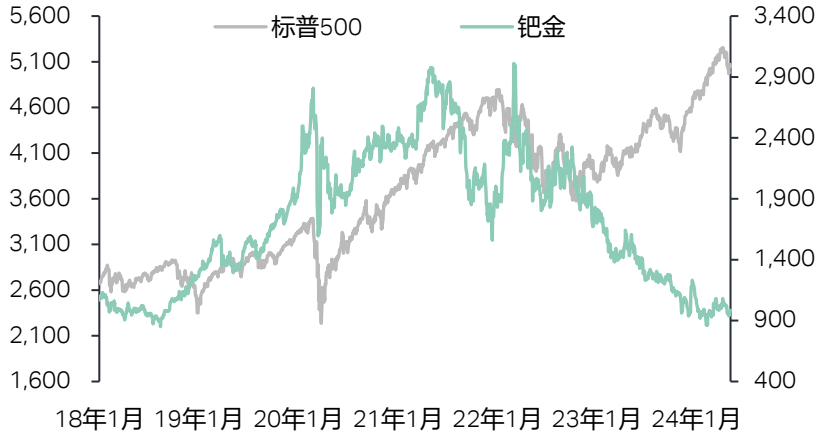
来源: Bloomberg

Nymex 钯金净多头仓位*, 百万盎司



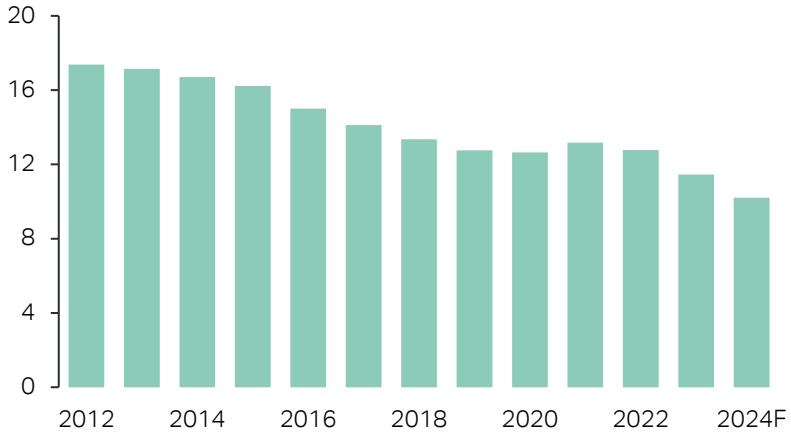
*管理基金(Managed Money)仓位； 来源: CFTC

钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

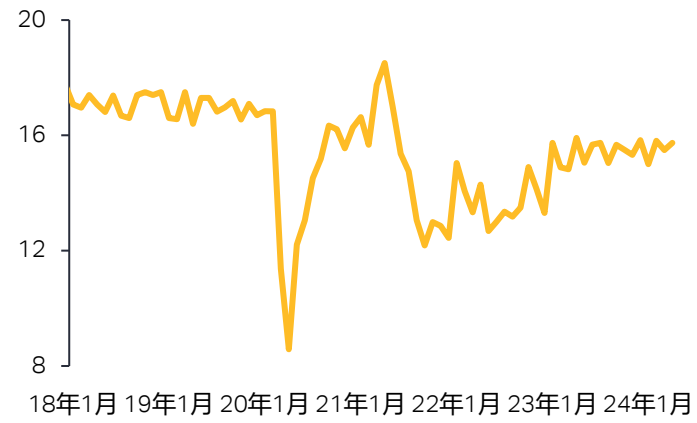
钯金地上存量*， 百万盎司



*年末数； 来源: Metals Focus

钯金市场现状与展望

美国汽车季节性调整年化销售速率，百万辆

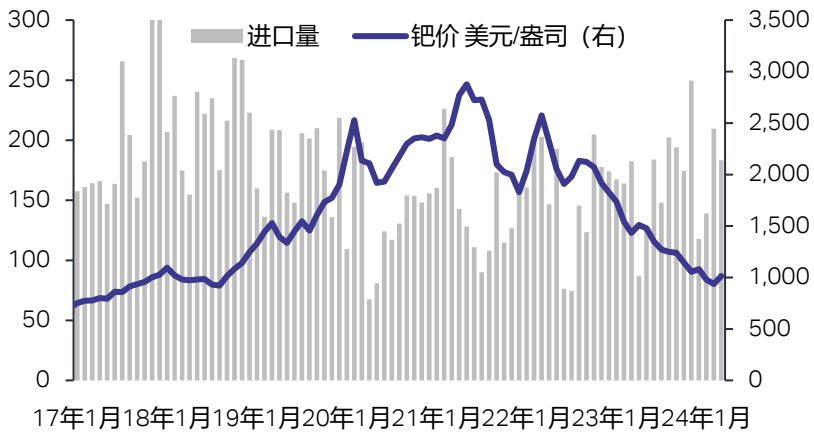


来源: Bloomberg

中国汽车月销量，百万辆

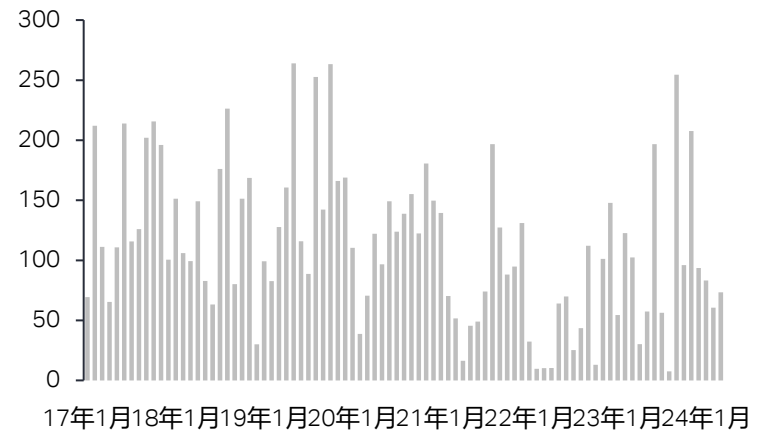
来源: Bloomberg

美国钯锭进口，千盎司



来源: IHS

香港钯锭进口，千盎司



来源: IHS

铑市场现状与展望

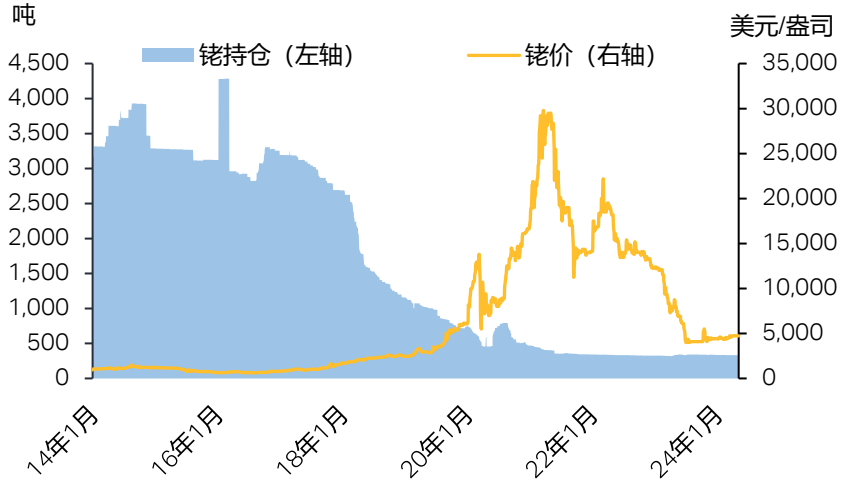
延续近期窄幅震荡走势，4月份**铑**价（基于庄信万丰公司公布的基价）波动甚微。月初开盘价为4,725美元/盎司,18日涨至4,750美元/盎司，但几天后又回落至4,725美元/盎司，月末也报收于该价位。

预计今年剩下时段内铑价将继续保持相似走势。(具体价格预测请与我们联系订阅)。

- 与铂金和钯金的情况一样，今年一季度**中国大陆和香港特区**的铑进口量也较为强劲。3月份净进口量为2.4万盎司，一季度总进口量达5.9万盎司，较去年同期翻了近一番，创出2017年以来一季度进口量的新高。中国对实物铑的需求持续走强，显示国内市场供应并未因玻璃生产企业出售铑库存而过剩（或许意味着这些企业剩余的库存量有限或者不愿在铑价处于低位时卖出）。
- 截至4月底，年初以来铑ETPs的总持仓量下降1%，至1.07万盎司。
- 与汽车业钯金需求状况一样，预计2024年汽车业的铑需求量将下降2%，至96.9万盎司。除中国汽车制造商大力节约铑用量外，导致铑需求量进一步走低的因素还包括日本汽车产量下降和汽车动力系统多元化（预计内燃机汽车产量将下降13%），以及全球范围汽车发动机的平均排量下降。
- **价格预测风险因素：**位于富含铑UG2矿体带的矿企大幅削减铑供应量将影响供应，提振市场对铑的信心并推高铑价。另一方面，电动汽车产量预期获上调将导致汽车业的铑需求量下降，削弱市场信心并打压铑价。

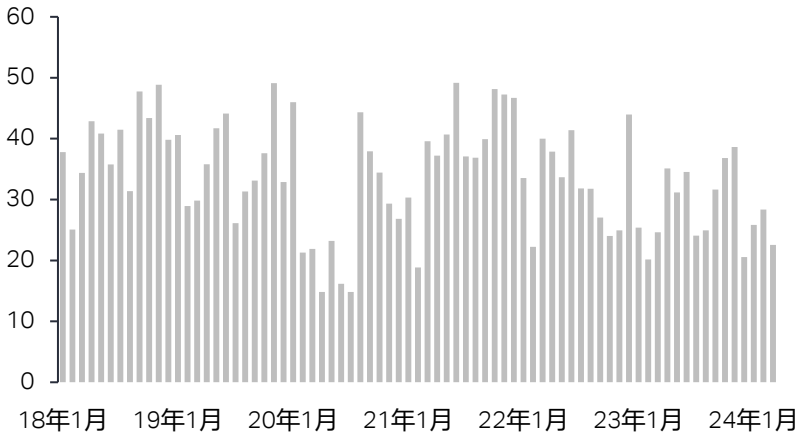
铑市场现状与展望

交易所上市基金, 吨



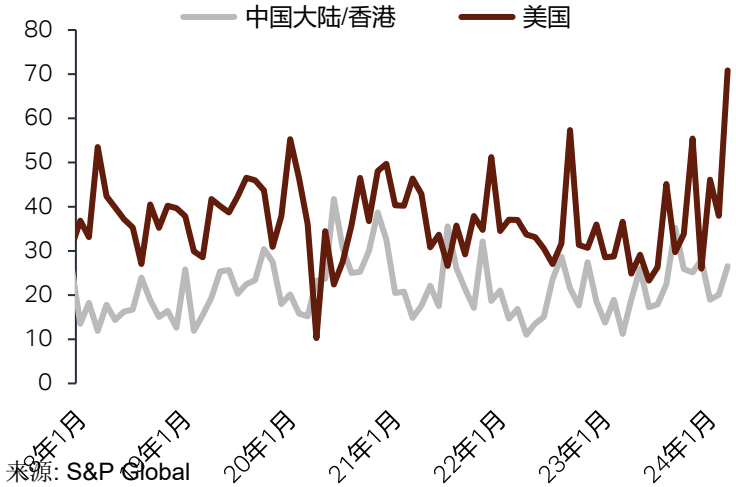
来源: Bloomberg

南非铑出口量, 千盎司



来源: S&P Global

中国大陆/香港与美国铑进口量, 千盎司



来源: S&P Global

钯价与铑价, 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. Küçükemiroglu, 顾问, 伊斯坦布尔

Dale Munro, 顾问

Harshal Barot, 高级顾问，孟买

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

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
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。