

地缘政治下，如何看大宗商品与通胀？

摘要

- **三种预期看俄乌冲突未来走势。乐观情形**，若此次俄乌冲突短暂结束，西方国家干预较少，伤亡人数不再增加，或与 2008 年俄格战争类似，但概率较小；**中观情形**，若俄乌停止大规模的军事冲突，但美国等西方国家经济制裁持续加码，俄乌冲突未来或演变为 2014 年的克里米亚危机，但实际形势或更严峻；**悲观情形**，若美国等北约国家陆续参战并采取全面的经济制裁，伤亡人数持续增加，情况或恶化至 1990 年爆发的海湾战争，但出现概率较小。
- **三种预期下地缘冲突对大宗商品价格波动影响。能源方面**，俄格战争对油价原有趋势改变不大，克里米亚危机时期油价最高涨幅约为 10%，高位波动持续约 6 个月左右，海湾战争时期油价涨幅达 140% 以上，但仅持续 3 个月左右；**原材料方面**，俄格战争时期镍、锡价分别上涨 21.0%、23.7%，但持续时间不足 1 个月，克里米亚危机镍最大涨幅超 45%，维持 4 个月高位波动，海湾战争导致工业原料、金属 CRB 指数最高上升 10.6% 和 26.1%，上涨持续 3 个月；**农产品方面**，CBOT 大豆、小麦、玉米价格受俄格战争影响涨幅最高分别达 14.2%、18.2%、19.4%，上涨周期不到 1 个月，克里米亚危机时上行及高位波动时间约为 4 个月，最高涨幅可达 17.2%、31.1% 和 20.0%，海湾战争时，价格涨幅分别为 -12.6%、-41.7% 和 -26.3%，均有所走低但下降程度不一，受战争冲击影响并不十分显著；**黄金方面**，俄格战争下，金价上升幅度超 10%，上行周期约 1 个月左右，克里米亚危机时金价升高 13.0% 左右，随后下跌，海湾战争时期金价最大涨幅可达到 19.1%，且波动幅度加大。
- **俄乌冲突对大宗商品价格走势的影响预测。能源**：乐观情况下国际原油价格在供需及货币因素影响下或呈下降态势；中观情况下原油价格高位波动，持续时间取决于俄乌何时取得实质性进展；悲观情况下，原油价格预计还将继续飙升，涨幅较年初或超 140%，升至 180 美元/桶，持续时间与其他供给来源相关。欧洲天然气供应或更加紧张，价格取决于俄罗斯供应的恢复情况；**原材料**：LME 镍年内最高涨幅已达 132.7%，LME 铝较年初已上涨 41.5%，乐观或中观下，整体对原材料的影响不大，但部分产品价格会受到较大程度的影响，悲观影响下，工业原料和金属价格会在燃油价格上涨的持续推动下大幅上行；**农产品**：CBOT 大豆、小麦、玉米价格分别较年初最高上涨 26.8%、70.7%、29.4%，乐观预计相关粮食价格逐步回落，但局势若维持紧张态势，全球或存在较大的粮食供应缺口；**贵金属**：金价年内最大涨幅已达 14.0% 左右，乐观预计金价或继续走低，中观预期金价高位波动随后走低，但避险心理效应边际递减，悲观预期下继续飙升，波动幅度加大。
- **大宗商品价格波动对我国通胀的影响**。俄乌冲突对大宗商品价格的冲击主要影响生产资料，权重占比相对较大，或在 3 月份逆转连续下行四个月的 PPI 同比增速。若后续按乐观情形进展，PPI 或在短暂回升后继续维持下降态势；若按中观情形进展，PPI 中长期在基数效应下仍会回落，但幅度有限；如果按悲观情形进展，或再次持续推升 PPI。**CPI 方面**，大宗商品涨价或导致部分 CPI 分项上行，但大幅推升 CPI 的可能性较小，CPI 或维持温和上行。
- **风险提示**：地缘政治局势进一步升级，大宗商品价格波动超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn
联系人：刘彦宏
电话：010-57631106
邮箱：liuyanhong@swsc.com.cn

相关研究

1. 稳增长政策早出快出，投资端加速可期 (2022-04-01)
2. 春寒之后，暖意何时现？——3月 PMI 数据点评 (2022-03-31)
3. 房市需求端政策再放松，全球紧缩引债市波动 (2022-03-25)
4. 多部门发声维稳，超级央行紧缩潮掀起 (2022-03-18)
5. 接棒“稳增长”：新消费时代来临 (2022-03-18)
6. 紧缩浪潮再添一员，预期管理下市场平淡——3月美联储议息会议点评 (2022-03-17)
7. 出乎意料的数据，能持续吗？——1-2月经济数据点评 (2022-03-15)
8. 信心落，政策起，未来是否可期？——2月社融数据点评 (2022-03-11)
9. 多部委提“数据化”，风险下大宗波动加剧 (2022-03-11)
10. 风平浪静之下，结构性变化涌动——2月通胀数据点评 (2022-03-09)

目录

1 三种预期看俄乌冲突未来走势	1
2 三种预期下地缘冲突对大宗商品价格波动影响	3
2.1 能源价格持续高位或继续上行的概率较大.....	3
2.2 悲观预期下将推升原料及金属价格继续走高.....	4
2.3 若地缘冲突涉及粮食产地，粮食价格受冲击较明显.....	6
2.4 金价通常受战前恐慌情绪推动，战事逾激烈波幅越显著.....	7
3 俄乌冲突对大宗商品价格走势的影响	8
3.1 能源：短期价格与地缘冲突关联密切，中长期将回归理性.....	8
3.2 原材料：价格短期波动大，悲观预期下或继续推升上游价格.....	10
3.3 农产品：价格与冲突状况成反向变化，年内全球粮食缺口或扩大.....	11
3.4 贵金属：避险心理效应边际递减，但冲突升级或加大金价波动.....	12
4 大宗商品价格波动对我国通胀的影响	12

近一个月来，俄罗斯和乌克兰局势复杂多变，目前已进行五轮谈判，原油、有色金属、粮食以及黄金等大宗商品价格也随着局势的升级呈快速上行的态势。我们以史为鉴，从对俄乌冲突未来发展的乐观、中观和悲观三种预期出发，分别梳理了俄格战争、克里米亚危机、海湾战争期间大宗商品价格的变化，并对未来大宗商品的走势进行展望，最后通过分析国际大宗商品价格变化对国内通胀的影响，判断国内通胀的后续走势。

1 三种预期看俄乌冲突未来走势

二十世纪九十年代以来，随着冷战结束和两极世界格局逐步消失，大范围的世界战争风险减弱，然而全球局部战争仍持续不断地爆发，对世界部分国家和地区造成大量的伤亡和损失，同时也对国际形势产生影响，全球各类资产价格也受到不同程度的冲击。战争爆发的原因各异，包括霸权主义、资源抢占、政权争夺、民族、宗教和历史遗留问题等。从持续时间看，短期的几天甚至几小时便结束，中期的持续数月，长期的则持续数年。若根据持续时间和伤亡情况，将冲突划分为低、中、高强度的战争，海湾战争、阿富汗战争等为高强度冲突；利比亚战争、科索沃战争、克里米亚及顿巴斯冲突可以划分为中强度；格鲁吉亚冲突由于持续时间短，伤亡损失情况相对较少，冲突强度较低。

2022年2月21日，普京签署关于承认“顿涅茨克人民共和国”和“卢甘斯克人民共和国”的命令，2月24日，俄罗斯总统普京宣布在乌克兰顿巴斯地区发起“特别军事行动”，同日乌克兰总统泽连斯基宣布乌克兰全国进入战时状态，并宣布与俄罗斯断交。俄乌双方于当地时间3月1日开始第一轮谈判，第二轮谈判后双方就临时停火建立人道主义通道达成了一致。截至当地时间3月23日，俄乌两方总共进行了五轮谈判，虽直接的军事冲突有所缓和，但在双方矛盾的解决上，仍未有实质性的进展。当地时间3月25日，俄罗斯国防部表示，在特别军事行动中俄方共有1351人阵亡，3825人受伤，乌克兰军队在一个月内有1.4万人死亡，1.6万人受伤。截至目前，俄乌冲突事件已持续超过一个月，虽然第五轮谈判取得了一些进展，但双方仍未就安全保障国事宜以及克里米亚、顿巴斯地区问题等达成一致。此外西方国家对俄罗斯的制裁也并未就此停止，俄罗斯也采取一系列手段反制美国的经济金融制裁，但欧洲国家对于制裁俄罗斯的态度存在分歧。若类比1990年以来爆发的地区冲突，我们可以将此次俄乌冲突未来的走势分为乐观、中观、悲观三种预期情况：

乐观情况下，若此次俄乌冲突短暂结束，西方国家干预较少，伤亡人数不再增加，情形或与2008年俄罗斯与格鲁吉亚之间爆发的战争类似。从战争起因上看，两次冲突均是由于北约加紧东扩对俄罗斯形成了威胁。2008年8月8日，格鲁吉亚向单方面宣布独立的南奥塞梯地区展开全面军事行动，但格鲁吉亚被俄军全面压制，最后双方分别于8月15日和16日签订停火协议，战争持续不到十天，另外造成的损失也相对较轻，双方军队死亡人数约289人，1600名平民死亡。冲突过程中，尽管格鲁吉亚背后有美国等北约国家提供军事武器等，但北约盟国自始至终并未参战，也未出台具有重大影响的制裁措施，俄罗斯最终取得压倒性胜利。

中观情况下，若俄乌停止大规模的军事冲突，但美国等西方国家经济制裁持续加码，俄乌冲突未来的演变或类似于2014年的克里米亚危机。克里米亚危机起因也是乌克兰反俄以及亲俄两股势力的加快分裂，2014年3月16日克里米亚公投投入俄，3月26日乌克兰从克里米亚撤军，危机仅持续十天，但随后卢甘斯克和顿涅茨克等乌东地区军事冲突仍持续爆发，直至9月5日明斯克停火协议生效后仍有零星冲突事件总共持续六个月左右。从伤亡情况来看，截止10月底，乌东地区已有4035人丧生。此外，美国联合

欧洲、日本、澳大利亚等对俄经济实施制裁，涉及多家银行和石油、天然气公司。然而欧洲方面采取的制裁措施相对温和。

悲观情况下，若俄乌冲突维持紧张局势，美国等北约国家陆续参战并采取全面的经济制裁，伤亡人数持续增加，情况或恶化至 1990 年爆发的海湾战争。海湾战争是冷战结束后第一场局部战争，起因是伊拉克和科威特在石油以及边境问题上无法达成一致。1990 年 8 月 2 日伊拉克对科威特实施了突然袭击，1991 年 1 月，海湾战争正式爆发，2 月多国部队便迅速取得了压倒性胜利，于 2 月 28 日达成停战协议。海湾战争虽然只持续了 42 天，但伊拉克损失惨重，伤亡人数超 10 万人，而多国联军仅阵亡 233 人。此外，伊拉克在战后还遭受了美国对其全面的经济制裁，包括禁止除人道物资之外的所有对伊拉克的出口和从伊拉克的进口，对严重依赖石油的伊拉克经济造成沉重打击，直至 2003 年美国才解除了对伊拉克的经贸封锁。

综上所述，如果双方在近期停止交战，俄军退出乌克兰境内，不再对乌形成威胁，西方国家取消目前对俄的制裁，可参考乐观预期情形，但从目前的紧张局势来看，该情况概率相对较小；若顿巴斯地区或沦为“第二个克里米亚”，西方对俄的制裁还将继续升级，但美国等出兵干预可能性不大，当前双方伤亡情况与 2014 年克里米亚危机较为类似，但此次冲突是克里米亚危机的延续，实际局势或较之更严峻；悲观情况下，俄军对乌军的打击力度提高到海湾战争、阿富汗战争等水平，美国、欧盟等国参战，双方伤亡惨烈，但由于俄罗斯是欧洲重要的能源来源，在欧盟还未摆脱对俄能源依赖之前预计不会轻易开战，因此该种情况短期内出现的概率较小。

表 1：1990 年以来局部战争事件梳理

冲突事件	时间	参战国	起因	伤亡情况	结果
海湾战争	1990.8.2—1991.2.28	美国、英国、科威特等 34 个国家组成的联军 vs 伊拉克	伊拉克军队入侵科威特，推翻科威特政府，以美国为首的多国部队对科威特和伊拉克境内的伊拉克军队发动军事进攻	联军阵亡 223 人 伊拉克阵亡 25,000 人	多国部队取得胜利，伊拉克军队受到重创，并从科威特撤军
科索沃战争	1999.3.24-1999.6.10	美国、北约 19 个成员国、科索沃解放军 vs 南斯拉夫联盟共和国	塞尔维亚领导人米洛舍维奇决定要镇压科索沃阿裔的独立运动，导致十万阿裔流离失所，使得北约以人道为理由发动武力干涉	北约：2 人非战斗性死亡 南联盟：死亡 300 人（科索沃造成），1031—1200 人（北约造成） 科索沃解放军：死亡 1500 人	米洛塞维奇被迫于签订和约，将科索沃交由国际托管
阿富汗战争	2001.10.7-2021.8.30	美国、北约 vs 阿富汗基地组织、塔利班	起因于美国对 9·11 事件的报复，以反恐战争名义开展	塔利班超过 20,000 人阵亡 阿富汗保安部队约 6500 人阵亡 北方联盟：约 200 人阵亡 联军：1,908 人阵亡 平民：伤亡约 300,000 人	塔利班决定性胜利，美国扶持的阿富汗伊斯兰共和国倒台
伊拉克战争	2003.3.20—2011.12.18	美国、英国、澳大利亚和波兰等组成的伊拉克多国部队 vs 伊拉克（萨达姆政权）	美国以伊拉克藏有大规模杀伤性武器并暗中支持恐怖分子为由，为推翻以萨达姆·侯赛因为首的伊拉克复兴党政权对伊拉克实施军事打击	美国 4497 人死亡 英国 179 人死亡 伊拉克军队（萨达姆政府）：7600-10800 人死亡 伊拉克安全部队（新政府）：17690 人死亡	以美国为首的多国联军攻灭萨达姆政权，美军全部撤离伊拉克

冲突事件	时间	参战国	起因	伤亡情况	结果
俄罗斯-格鲁吉亚战争	2008.8.1—2008.8.12	俄罗斯、南奥塞梯、阿布哈兹、格鲁吉亚	格鲁吉亚想要加快融入北约，并攻击亲俄的南奥塞梯分裂势力	格鲁吉亚军队 215 人死亡 俄罗斯军队 74 人死亡 约 1600 名南奥塞梯平民死亡	俄罗斯、南奥塞梯和阿布哈兹获得胜利，8月15日和16日双方在停火协议上签字，南奥塞梯宣布独立
利比亚战争	2011.2.16-2011.10.20	利比亚政府，全国过渡委员会、北约	推翻卡扎菲的独裁统治和建立民主政体	反对派：5667 - 7059 名士兵 利比亚政府：2,580 - 3,231 士兵 北约：1 名地勤人员	卡扎菲政权倒台
克里米亚危机及顿巴斯冲突	2014.2.23—2014.9.5 (停火协议)	俄罗斯、乌克兰	克里米亚、顿巴斯地区分裂主义愈演愈烈	截止 2014 年 10 月 29 日，在乌克兰东部，包括马航 298 名乘客，至少已有 4035 人丧生	克里米亚回归入俄罗斯，乌克兰从克里米亚撤军，但卢甘斯克、顿涅茨克局部冲突持续，2014 年 9 月 5 日明斯克停火协议生效
2022 年俄乌冲突	2022.2.24 至今	俄罗斯、乌克兰	乌东部地区局势恶化，俄罗斯对抗北约东扩	据俄卫星社 3 月 2 日消息，乌克兰民族主义者以及军人共有超过 2870 人死亡，498 名俄罗斯军人在执行军事任务时死亡	-

数据来源：维基百科、百度百科，西南证券整理

2 三种预期下地缘冲突对大宗商品价格波动影响

2.1 能源价格持续高位或继续上行的概率较大

参考 2008 年俄格战争情形，2008 年 8 月俄罗斯-格鲁吉亚冲突爆发之前，在欧佩克限产、新兴经济体需求旺盛、美元疲软等因素作用下 WTI 原油期货结算价攀升至 145.29 美元/桶的高位，但此后由于金融危机爆发，世界经济增速趋缓使得石油需求下降，油价一路下挫，欧佩克减产以及格鲁吉亚危机爆发也并未遏制住下跌走势。

参考 2014 年克里米亚危机情形，2014 年 2 月克里米亚冲突爆发后，3 月初 WTI 原油期货结算价较 1 月最高涨幅约为 10%，此后一段时间呈相对高位波动态势，6 月份达到峰值 107.26 美元/桶，美欧于 7 月对俄罗斯先后发起新一轮制裁，尤其是针对能源、金融、国防领域，制裁名单中也包括俄罗斯国家石油公司等。由于俄罗斯是世界第三大产油国和第二大石油出口国，制裁引发市场对石油供给收缩的担忧，因此油价短期内有所回升，但随后便开始波动下行。在这场地缘政治事件影响之下，**油价高位波动时间持续约 6 个月左右**，但之后的油价崩溃与地缘政治关系相对较小，其原因一方面是美国随着页岩油相关技术的突破，原油产量持续上升，以及欧佩克拒绝减产，另一方面是因为石油需求减弱。

参考 1990 年海湾战争情形，从产量上看，BP PLC 数据显示，海湾战争爆发之前，1989 年伊拉克和科威特的石油产量分别约占全球 4.5% 和 2.2%，居世界前列。EIA 数据显示，1990 年 8 月伊拉克入侵科威特，伊拉克和科威特石油产量分别骤降 70.6% 和 94.6%，1991 年 2 月两国石油产量均降至零，战后科威特石油生产恢复较快，1993 年便回升至战前水平，伊拉克由于持续受到美国等西方国家的经济制裁，石油产量 2000 年左右才开始有所复苏。从石油价格来看，由于受到战前紧张情绪的 1990 年 7 月 WTI 原油期货

结算价便开始飙升，直至 10 月升至 40.42 美元/桶的高位，较 7 月初涨幅达 140% 以上，引发第三次石油危机。但此次油价上涨仅持续 3 个月左右，之后油价波动下行，1991 年 2 月多国部队取得胜利后价格逐步回落至战前水平。可见原油价格上涨主要受战争预期影响，战事正式打响后反而下跌，同时沙特阿拉伯等产油国大幅增产、美国动用战略石油储备等因素也加快了油价回落的速度。

图 1：欧佩克减产仍未扭转油价下跌趋势



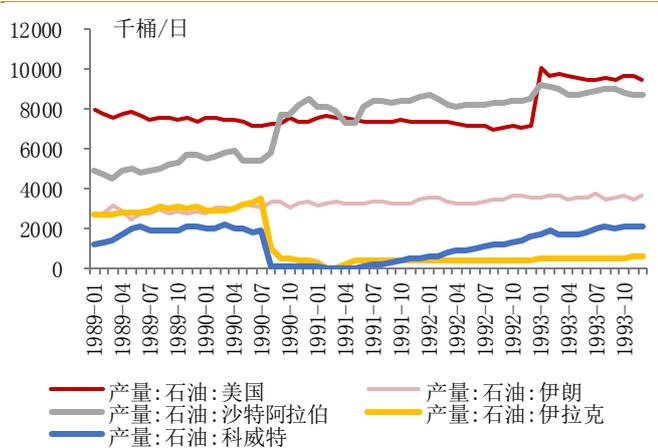
数据来源：wind、西南证券整理

图 2：克里米亚危机时期油价短期高位波动，随之大幅下跌



数据来源：wind、西南证券整理

图 3：海湾战争时期主要产油国石油产量变化



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：海湾战争时期石油价格短期受抬升，随之回落



数据来源：wind、西南证券整理

2.2 悲观预期下将推升原料及金属价格继续走高

参考 2008 年俄格战争情形，从 CRB 现货指数上看，金属和工业原料的 CRB 现货指数在 2008 年 4 月也就是俄罗斯-格鲁吉亚冲突爆发之前便开始进入下行区间。具体来看，由于俄罗斯是镍、锡等有色金属的重要产地，俄格战争爆发后，8 月下旬镍、锡 LME 现货结算价较月初分别最高上涨 21.0%、23.7%，但上涨持续时间不足 1 个月，随后便回归原有的下行轨迹。

参考 2014 年克里米亚危机情形，2014 年克里米亚危机所导致的油价波动并未给工业原料、金属等大宗商品价格造成显著影响，工业原料和金属两项 CRB 价格指数总体处于下

行区间，但有色金属中的镍价受此影响波动较大，LME 镍现货结算价于 2014 年 2 月开始上行，5 月达到峰值，最高涨幅超 45%，直至 9 月份回落至冲突前水平，在此期间镍价上行周期约 3 个月，维持 4 个月左右高位波动，之后价格大幅回落。

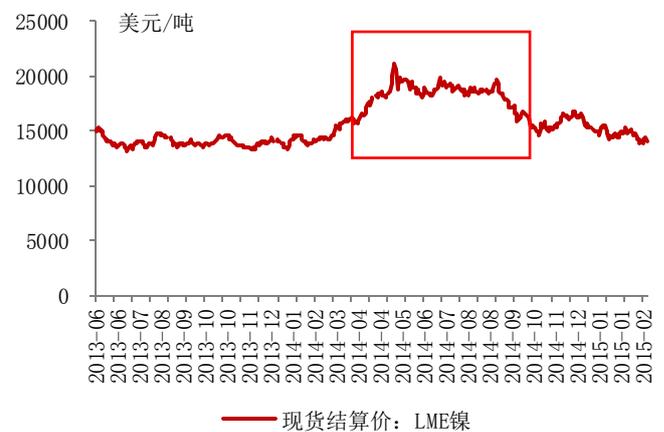
参考 1990 年海湾战争情形，虽然海湾战争以及美国对伊拉克的制裁导致石油价格短期飙升，从而短暂推动工业原料、金属价格上行，1990 年 4 月 CRB 分项工业原料、金属指数分别较 1 月底最高上升 10.6% 和 26.1%，上涨持续 3 个月，但未能改变大宗商品价格周期性下行的趋势，世界银行数据显示铁矿石价格在此阶段也受到一定冲击，1990 年由 1989 年的 27.8 美元/千公吨升至 32.5 美元/千公吨，1991 年升至峰顶为 34.8 美元/千公吨，较 1989 年涨幅达 25.2% 左右，涨幅相对温和，1994 年价格回落至冲突前水平。原材料价格主要受到能源成本上涨的推升，但因为伊拉克、科威特地区除石油外的矿产资源相对较少，对全球原材料供需结构影响较小，并且此次石油价格的上涨周期较短，向其他大宗商品价格传导作用相对有限。

图 5：LME 镍、锡现货结算价于 2008 年 8 月短期有所抬升



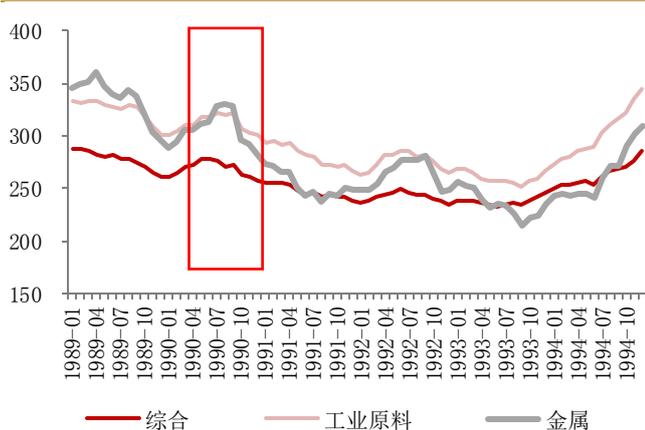
数据来源：wind、西南证券整理

图 6：LME 镍现货结算价受克里米亚危机影响高位波动



数据来源：wind、西南证券整理

图 7：海湾战争时期 CRB 现货指数短期有所上升



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：海湾战争时期铁矿石价格变动相对较为温和



数据来源：wind、西南证券整理

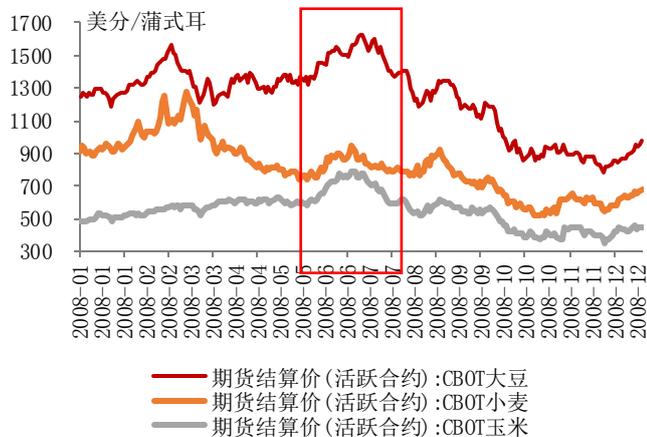
2.3 若地缘冲突涉及粮食产地，粮食价格受冲击较明显

参考 2008 年俄格战争情形，2006 年-2008 年由于石油价格上涨导致粮食生产成本提高，叠加部分国家采取贸易干预政策以及市场投机行为导致世界粮食危机的出现，大豆、小麦、玉米价格均上涨强劲，而 2008 年下半年金融危机爆发后粮食价格普遍下挫。8 月下旬，地缘政治的紧张局势使得 CBOT 大豆、小麦、玉米期货合约结算价较月初有所回升，幅度最高分别达 14.2%、18.2%、19.4%左右，但上涨周期不到 1 个月。

参考 2014 年克里米亚危机情形，俄罗斯和乌克兰均为世界前三粮食出口国，由于受到地缘政治冲突紧张情绪的影响，2014 年 2 月初，大豆、小麦、玉米 CBOT 期货结算价开始进入上行区间，4 月份开始高位波动，直至 5 月左右达峰，上行及高位波动持续时间约为 4 个月左右，最高涨幅分别可达 17.2%、31.1%和 20.0%，随后在 6 月份呈现断崖式下跌。

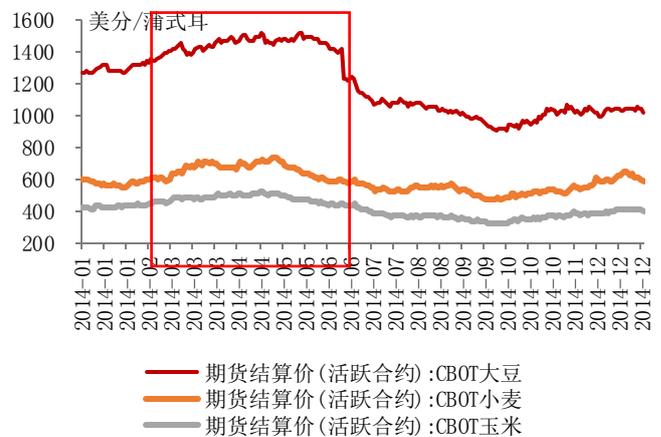
参考 1990 年海湾战争情形，从大豆、小麦、玉米的 CBOT 连续期货收盘价来看，小麦价格于 1990 年年初开始大幅下降，大豆、玉米价格上升，1990 年 8 月海湾战争爆发后，主要粮食价格走势继续分化，玉米价格自当年 7 月便开始下降，11 月较 7 月最大降幅约为 26.3%，随后趋势较为平稳；小麦价格继续维持下降态势，11 月较年初最大降幅在 41.7%，随后于 1991 年 6 月份左右才开始大幅回升；大豆价格在高位波动 2 个月后于 10 月份开始下降，11 月降至低谷，11 月较 10 月最大降幅达 12.6%左右，此后维持较为平稳的波动态势。总体来看粮食价格受海湾战争的冲击影响并不十分显著，主要因为海湾战争爆发在科威特、伊拉克等国，粮食勉强自给，对于国际供需格局影响不大。

图 9：俄格冲突时期大豆、小麦、玉米期货结算价短期升高



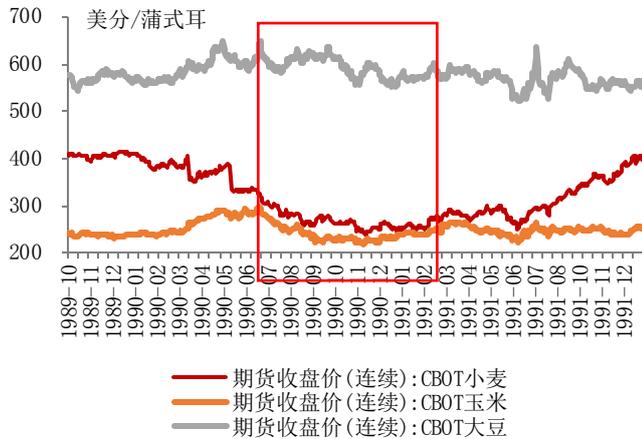
数据来源：wind、西南证券整理

图 10：受粮食价格克里米亚事件影响波动上行，随后下跌



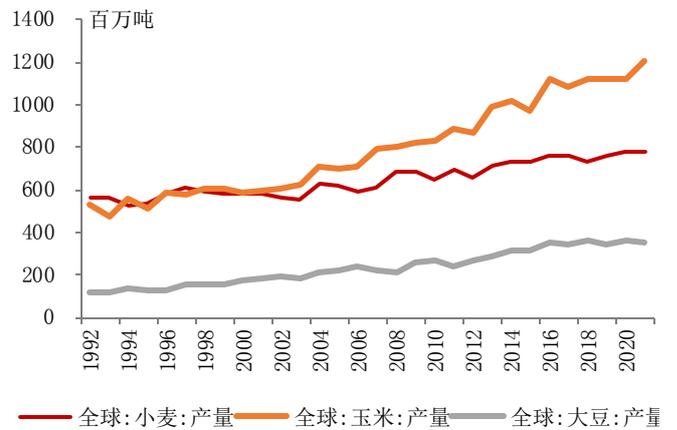
数据来源：wind、西南证券整理

图 11: 海湾战争时期主要粮食价格走势分化, 但总体较平稳



数据来源: wind、西南证券整理

图 12: 历年全球小麦、玉米、大豆产量变动情况



数据来源: wind、西南证券整理

2.4 金价通常受战前恐慌情绪推动, 战事逾激烈波幅越显著

参考 2008 年俄格战争情形, 2008 年 7 月份或受到俄格冲突的影响, 伦敦现货金价虽然有所上升, 最高升至 986 美元/盎司, 较 6 月初上升幅度超 10%, 上行周期约 1 个月左右, 但由于华尔街金融风暴席卷全球金融市场, 金价在 7 月下旬便开始急速走低。

参考 2014 年克里米亚危机情形, 在克里米亚危机爆发时期, 市场避险情绪在 2014 年初便有所显现, 金价 3 月份较年初升高 13.0% 左右, 随后下跌至年初水平, 7 月左右由于美欧制裁加重, 市场避险情绪被再次激发, 金价再次攀升, 涨幅最高达 7.8% 左右, 此后便开始波动下降。

参考 1990 年海湾战争情形, 海湾战争爆发前不久, 黄金价格因受到避险情绪的影响逆转此前下降趋势, 在 1989 年 11 月便开始升高, 直至 1990 年 2 月达峰, 较 1989 年 9 月最大涨幅可达到 19.1%, 2 月底开始下跌, 1990 年 8 月份又迎来大幅上涨, 此后波动幅度较大, 1991 年 1 月金价开始重新进入下行趋势, 这段时期内战争恐慌情绪导致黄金价格波动幅度加大。

图 13: 2008 年黄金价格波动幅度较大



数据来源: wind、西南证券整理

图 14: 克里米亚危机时期黄金价格波动情况



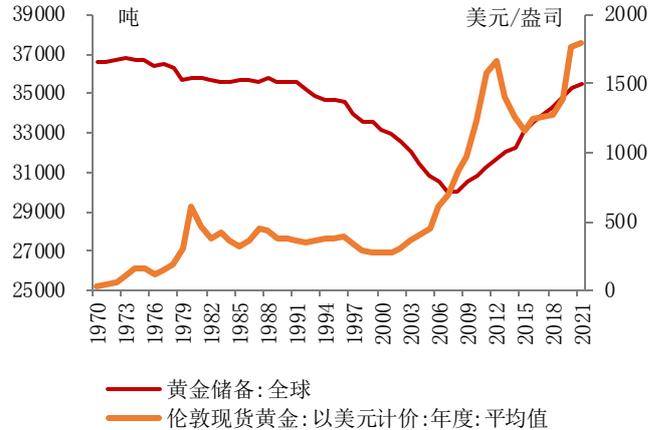
数据来源: wind、西南证券整理

图 15: 海湾战争时期避险情绪影响下黄金价格波动



数据来源: wind、西南证券整理

图 16: 历年黄金储备和伦敦现货黄金价格变动情况



数据来源: wind、西南证券整理

总体来看, 由于 2008 年金融危机爆发, 全球经济萧条, 经济增长所带来的大宗商品需求减弱, 尽管当时欧佩克采取减产措施, 并且俄罗斯与格鲁吉亚地缘政治局势紧张, 但仍难扭转大宗商品普遍下行的趋势; 克里米亚危机期间原油价格涨幅并不大, 但持续时间相对较长, 原材料总体上维持原有趋势不变, 由于俄罗斯是金属镍的主产地, 镍价受本次事件影响波动较大, 粮食价格也进入缓慢上行区间, 黄金价格也对战事提前反应; 海湾战争对于国际原油价格的冲击是最为显著的, 但后续随着沙特阿拉伯等国供给的增长价格逐步回落, 其他大宗商品短期受一定程度影响, 但并未扭转原有的趋势。

大宗商品价格短期内会受到地缘政治事件不同程度的冲击, 尤其是国际原油价格, 若相关国家是某大宗商品主要产国和出口国, 市场对于相关商品的国际供需格局的改变会有所担忧, 预期一般在冲突发生前已反映在价格上, 如果没有实质性地改变国际供需格局, 则影响相对短期并不可持续, 若对国际供需尤其是供给端有实质性地改变, 相关大宗商品价格则会长期性地改变。后续我们主要从国际供需角度出来分析俄乌冲突对未来大宗商品价格走势的影响。

3 俄乌冲突对大宗商品价格走势的影响

3.1 能源: 短期价格与地缘冲突关联密切, 中长期将回归理性

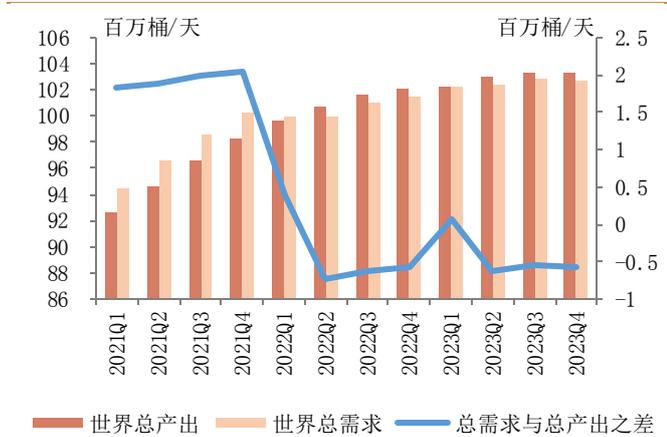
(1) 原油

俄罗斯是世界第三大产油国, 目前石油产量仅次于美国和沙特阿拉伯, 根据 BP 公司数据, 截止 2020 年底, 俄罗斯石油探明储量为 1078 亿桶左右, 占世界石油探明储量 6.2%, 2020 年俄罗斯石油产量约为 1066.7 万桶/日, 占全球总产量的 12.1%, 美国和沙特阿拉伯分别为 18.6% 和 12.5%, 同时俄罗斯也是世界第二大石油出口国, 据 EIA 数据显示, 2020 年俄罗斯原油和凝析油出口量约为 500 万桶/日, 绝大部分出口 OECD 欧洲地区 (48%) 和中国 (42%)。

原油价格自 2020 年 5 月开始呈现不断上升的态势, WTI 原油现货价在 2022 年 3 月最高升至 123.7 美元/桶, 较 2022 年年初已升高约 61.1%。供应方面, OPEC+ 维持增产计划

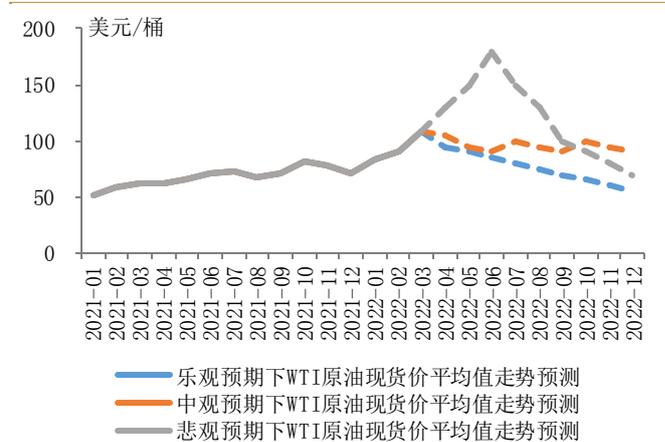
不变，部分 OPEC+ 国家由于投资不足实际增产难以达到目标，美国在寒潮、飓风等极端天气影响下原油增产也较为乏力，但正逐步恢复，再加上伊核谈判受阻，俄乌冲突不断升级，持续推升原油价格；**需求方面**，新冠疫情的影响逐步减弱，全球经济稳步复苏，石油需求逐步增长。另外，在疫情影响下以美国为首的主要经济体采取宽松的货币政策，美元走弱，但未来随着各国为抑制通胀逐步退出量化宽松，或给石油市场带来一定下行压力。若俄乌冲突向乐观情形进展，地缘政治事件不改变原油价格原有趋势，国际原油价格仍受供需两端及货币因素影响，包括 OPEC+ 和美国增产、全球经济复苏进展、美元走势等；若向中观情形发展，原油价格或在未来一段时期内在现有价格基础上维持高位波动，持续时间取决于该事件何时取得实质性进展，美国何时取消对俄石油方面制裁；若向悲观情形发展，俄罗斯石油出口被全部禁止，原油价格预计还将继续飙升，涨幅较 2022 年初或超 140%，升至 180 美元/桶甚至更高，持续时间取决于全球是否有其他可以弥补俄罗斯石油出口的缺口，比如伊核谈判取得进展，伊朗石油出口恢复。

图 17：原油需求逐步回升，供给不断恢复，供需差额缩小



数据来源：EIA、西南证券整理

图 18：WTI 原油现货价走势预测



数据来源：wind、西南证券整理

(2) 天然气

俄罗斯是世界第二大天然气生产国，2020 年俄罗斯天然气已探明储量占全球 19.9%，天然气产量占全球天然气总产量的 16.6%，液化天然气出口量达 404 亿立方米，占全球出口总量的 8.3%，其中 72% 向 OECD 欧洲地区出口。

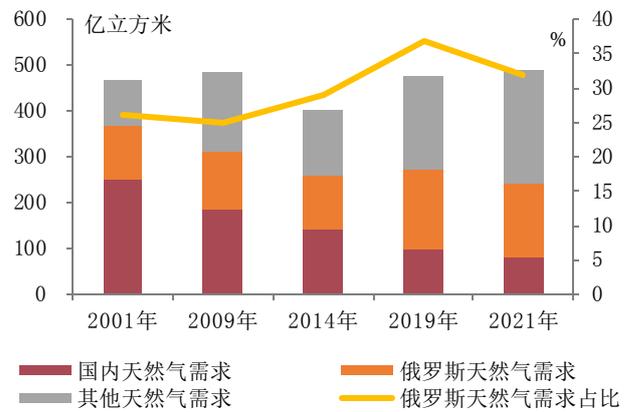
在俄乌冲突爆发后，IPE 英国天然气期货结算价在 3 月 7 日飙升至 539.5 便士/色姆的高位，随后大幅回落，截至 3 月 29 日 IPE 英国天然气期货结算价为 263.4 便士/色姆，较高位已回落超 50%，但较 2021 年平均水平已上涨超 118.8%。俄罗斯从去年开始减少了对欧洲天然气的出口，推动价格创历史新高，“北溪 2 号”进展缓慢，进一步冲击欧洲天然气市场。虽然欧洲国家从澳大利亚、美国、卡塔尔等地进口液化天然气，但短期内依然难以满足高涨的需求。在俄乌冲突期间，俄罗斯要求欧洲不友好国家以卢布作为天然气结算货币，但遭到七国集团的拒绝，欧洲天然气供应或更加紧张，天然气价格是否回落依然取决于俄罗斯对欧洲供应的恢复情况。

图 19：国际天然气价格走势



数据来源: wind、西南证券整理

图 20：2001-2021 年俄罗斯在欧盟和英国天然气需求中的份额



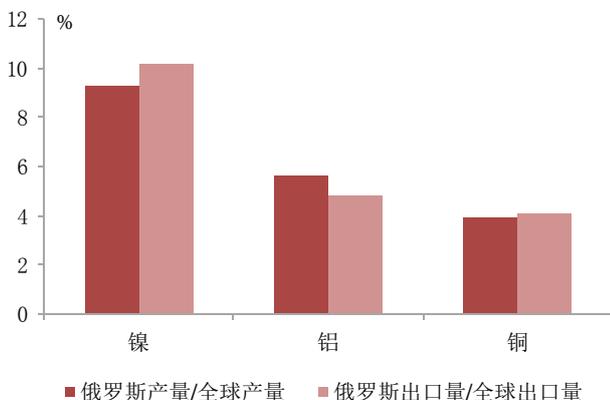
数据来源: IEA、西南证券整理

3.2 原材料：价格短期波动大，悲观预期下或继续推升上游价格

俄罗斯主要出口镍、铝、铜等有色金属，产量分别占全球约 9.3%、5.6%和 3.9%，出口约占全球比重 10.2%、4.8%和 4.1%。乌克兰也是全球稀有气体的主要生产国，乌克兰的氙气的全球供应份额达 70%，而氦气和氩气也分别达到 40%和 30%。

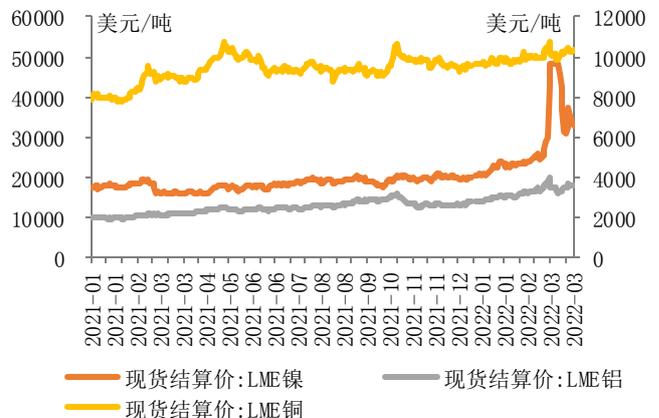
LME 镍现货结算价最高上涨至 48241.0 美元/吨，年内最高涨幅为 132.7%，镍主要作为不锈钢的原材料之一，应用行业包括厨具、机械加工、交通、建筑等；LME 铝现货结算价最高达到 3984.5 美元/吨，较年初已上涨 41.5%，最近的大幅上涨是在 2018 年的时候美国对俄铝采取制裁措施，铝的应用领域更为广泛，涉及飞机、汽车、火车、船舶等制造业；据 MoneyDJ 报道，氦气在中国的报价已飙升近九倍，而半导体级氦气对于芯片制造至关重要。若俄乌事件未来向乐观或者中观情形发展，对于工业原料和金属整体上的影响不大，但部分原材料产品价格会受到较大程度的影响，比如镍、铝以及氦气等，从而推升相关下游工业生产成本；若俄乌事态向更加悲观的情形发展，工业原料和金属价格会在燃油价格上涨的持续推动下大幅上行，俄罗斯的镍、铝以及乌克兰的氦气在全球的供应中断，对电子、汽车、航空航天等制造业产业链或造成严重的打击。

图 21：俄罗斯部分有色金属产量和出口占全球比重



数据来源: 美国地质调查局、联合国贸易与发展会议、Comtrade, 西南证券整理

图 22：在俄乌冲突影响下部分有色金属价格波动加大



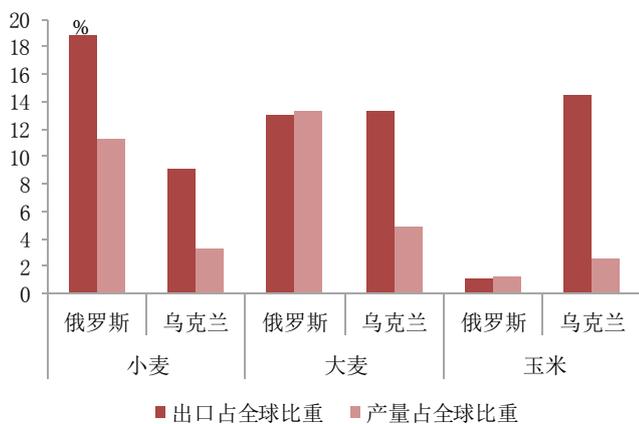
数据来源: wind、西南证券整理

3.3 农产品：价格与冲突状况成反向变化，年内全球粮食缺口或扩大

俄罗斯和乌克兰分别为世界第二和第三大粮食出口国，俄罗斯主要出口小麦、大麦等农作物，根据联合国粮农组织统计，俄罗斯小麦和大麦 2020 年出口占全球总出口比重分别为 18.8% 和 13.1%，根据 Trade Map 统计，俄罗斯小麦主要销往埃及、土耳其等国，大麦主要向沙特阿拉伯出口；乌克兰主要出口葵花籽油、大麦、玉米、小麦等，分别占全球总出口 44.0%、13.3%、14.5% 和 9.1%，其中葵花籽主要销往保加利亚、土耳其，大麦主要销往中国、沙特阿拉伯等，玉米主要销往中国、欧洲国家，小麦主要销往埃及、印度尼西亚等国。此外，俄罗斯也是全球最大化肥出口国，氮磷钾肥均为全球出口前三位，其中钾肥约占全球钾肥供应量的 20%，是世界第二大钾肥生产国，其盟友白俄罗斯也是全球第三大钾肥生产国。

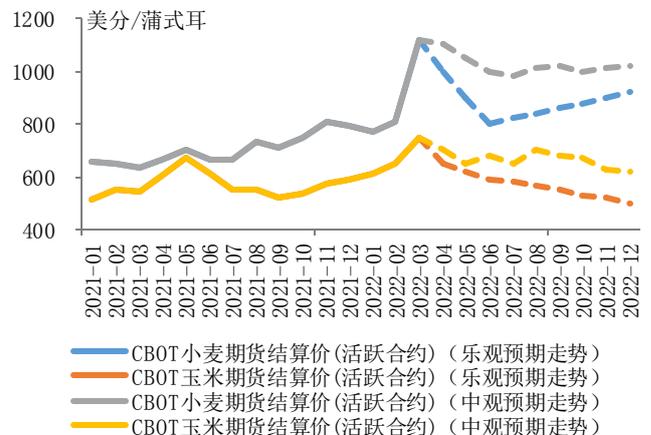
尽管乌克兰葵花籽油出口占全球总出口比重较大，但其在国内消费占比较小，替代品也较多，对于国内消费影响较小。粮食价格自 2020 年下半年以来一路攀升，主要因为需求上升、农资和运输成本高企以及港口运营中断，3 月份小麦 CBOT 活跃合约期货结算价最高升至 1294.0 美分/蒲式耳，较年初涨幅高达 70.7%；玉米 CBOT 活跃合约期货结算价最高升至 762.5 美分/蒲式耳，较年初上涨 29.4%；同时，需求端国际市场由葵花籽油转向其替代品豆油等，供给端也有南美产区今年歉收，叠加燃料价格上涨，进口大豆成本也有所增加，大豆 CBOT 活跃合约期货结算价最高升至 1718.75 美分/蒲式耳，较年初上涨 26.8%。3 月 USDA 发布对世界农产品供需的预测，预计今年玉米的产量和库存较去年上升，小麦产量较去年略升，但库存下降，整体趋势上玉米价格或稳中趋降，小麦价格稳中有升。若后续俄乌局势进展相对乐观，预计相关粮食价格逐步回落，但局势若维持紧张态势，石油价格居高不下，并对两国粮食出口产生限制，全球将存在较大粮食供应缺口，小麦、玉米、大麦、葵花籽油等农产品价格高位波动的状态仍将持续，或加剧全球粮食不安全的状况。另外，截至 3 月 24 日，中国氯化钾（62% 白钾）价格已较年初升高约 23.0%，若美国对俄罗斯化肥实施制裁，钾肥等肥料价格将持续攀升，对全球主要作物的产量产生不利影响，或扩大全球粮食供应缺口。

图 23：俄罗斯和乌克兰主要粮食作物产量和出口占全球比重



数据来源：FAO、西南证券整理

图 24：小麦、玉米价格走势预测



数据来源：wind、西南证券整理

3.4 贵金属：避险心理效应边际递减，但冲突升级或加大金价波动

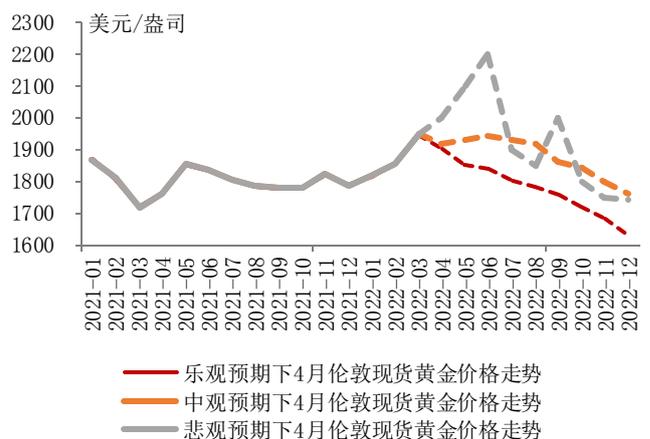
俄罗斯是钯金的重要出口国，产量占全球比重 40%，出口约占全球 24.6%。2022 年 3 月，伦敦现货钯价格最高升至 3015.0 美元/盎司，年内涨幅达 52.8%，钯金应用领域广阔，包括航空航天、汽车制造、催化剂、半导体、医疗器具等，若出现断供或给相关制造业产业链造成一定打击。此外，俄罗斯也是黄金主产国之一，根据 Metals Focus 的数据，俄罗斯每年生产约 330 吨黄金，约占全球开采总量的 9%。由于通胀高企和俄乌地缘政治风险，伦敦现货黄金价格最高上升至 2039.05 美元/盎司，年内最大涨幅达 14.0% 左右。当地时间 3 月 7 日，伦敦金银市场协会 (LBMA) 表示暂停对六家俄罗斯贵金属精炼厂的认证，但 3 月 8 日伦敦现货黄金价格开始出现拐点，金价受到美联储加息预期影响逐步下行。乐观预期下，短期的俄乌冲突风险逐步消退，金价走势主要和通胀、利率水平相关，若美联储后续开启 50 个基点的加息窗口，金价或继续走低；若冲突持续，西方制裁加剧，黄金价格或在一段时期内维持高位波动随后走低，但由于避险情绪一般在战前走高明显，战局明朗后避险心理效应边际递减，金价未来一段时期内的波动会低于 3 月 8 日的峰顶；若冲突进一步升级，北约参与战争，战争伤亡大幅增加，“油气制裁”真正落地，金价或突破 3 月 8 日的高位继续飙升，波动幅度加大。

图 25：伦敦现货钯价格走势



数据来源：wind、西南证券整理

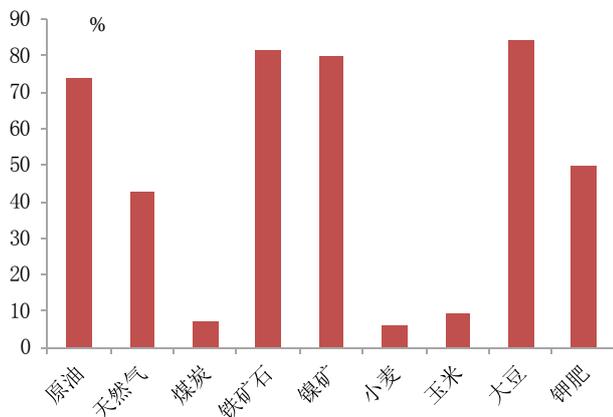
图 26：黄金价格走势预测



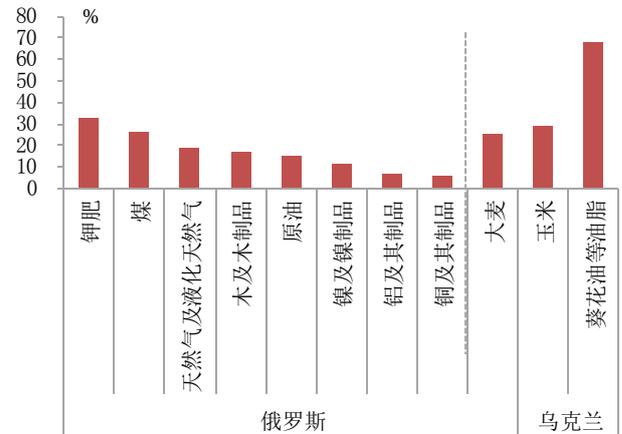
数据来源：wind、西南证券整理

4 大宗商品价格波动对我国通胀的影响

虽然总体上来看，我国对俄罗斯和乌克兰的进口依赖度相对较低，据海关总署数据，2021 年从俄乌进口的金额分别占总进口金额的 3.0% 和 0.4%，但是从具体的商品类别来看，我国对俄乌两国部分产品依赖度较高，比如我国对俄罗斯进口依赖度最大的为肥料，2021 年从俄罗斯进口肥料金额占总肥料进口金额的 27.9%，其中钾肥占 32.6%，其次是能源，如煤炭、天然气、原油，分别占总进口金额的 26.1%、19.2% 和 15.7%，然后是木及木制品（16.7%）和镍（11.7%）等有色金属；对乌克兰进口依赖度较高的主要是粮食，葵花油、玉米和大麦进口金额分别占比高达 68.5%、29.3% 和 25.8%。俄乌冲突未来的进展或对我国进口依赖较高的商品产生供给上的影响。

图 27：我国部分大宗商品进口依赖度


数据来源：wind、统计局、商务部、前瞻产业研究院、中国汇易，西南证券整理

图 28：我国主要进口俄乌大宗商品金额占比


数据来源：海关总署、西南证券整理

从价格上来看，由于俄乌地缘冲突的影响，部分大宗商品价格在今年仍处于上升通道，包括能源类、黑色金属类、有色金属类以及农产品类。**能源方面**，截至4月1日，NYMEX天然气价、WTI原油现货价、动力煤期货结算价分别较年初上涨49.7%、30.1%和13.3%，天然气和原油在2-3月依然维持较快涨势，3月底由于美国拜登政府宣布美国历史上最大规模的战略石油储备SPR释放计划，并且欧洲大部分地区、加拿大、墨西哥、日本和韩国等或加入释放油储的行列中，使得油价大幅下挫。而在国内保供稳价以及煤炭长协机制下，煤炭价格保持相对稳定；**黑色金属方面**，铁矿石期货结算价从年初一路上升至907元/吨，上涨幅度达33.5%，虽然2月份在发改委针对铁矿石异常上涨的调控下有所下跌，但3月涨势仍强劲，主要因为海外需求强劲但俄乌冲突造成海运不畅，推高市场预期；**有色金属方面**，镍价的涨幅是最大的，自年初以来LME镍现货结算价已上涨58.2%，虽然自3月10日的高点有所回落，但仍较3月初上涨28.9%，铝价上涨速度也较快，但较镍价涨幅相对缓和；**农产品方面**，玉米、小麦、大豆作为重要的粮食作物，其CBOT期货结算价较年初已分别上涨24.7%、29.7%和17.6%，玉米和小麦价格近期依然维持高位波动，大豆价格较3月初有所下滑。另外，值得注意的是钾肥的价格，目前较年初已升高29.1%，且依然维持较快的涨势。

表 2：主要大宗商品价格涨幅情况

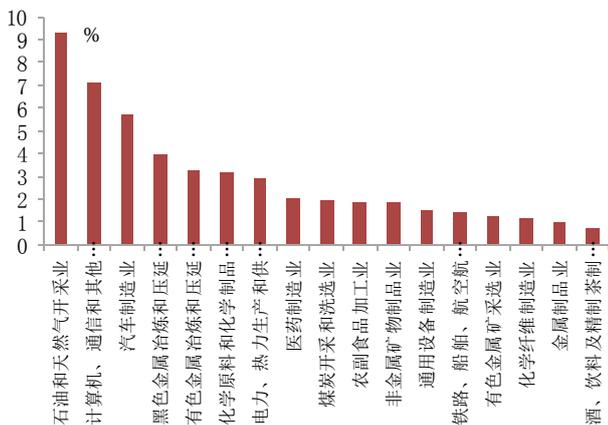
类别	大宗商品	指标	2022年1月初以来涨幅	2022年2月初以来涨幅	2022年3月初以来涨幅
能源	煤	期货结算价（活跃合约）：动力煤	13.3%	1.2%	1.5%
	天然气及液化天然气	期货收盘价（连续）：NYMEX天然气	49.7%	17.2%	24.3%
	原油	现货价：原油：WTI	30.1%	12.2%	-4.3%
黑色金属	铁矿石	期货结算价（活跃合约）：铁矿石	33.5%	11.6%	25.7%
有色金属	镍及镍制品	现货结算价：LME镍	58.2%	40.8%	28.9%
	铝及其制品	现货结算价：LME铝	23.7%	13.4%	0.4%
	铜及其制品	现货结算价：LME铜	6.1%	5.6%	2.7%
农产品	大麦	进口平均单价：大麦：当月值	5.1%	0.1%	-
	玉米	期货结算价（活跃合约）：CBOT玉米	24.7%	15.8%	1.3%
	小麦	期货结算价（活跃合约）：CBOT小麦	29.7%	28.0%	0.1%

类别	大宗商品	指标	2022年1月初以来涨幅	2022年2月初以来涨幅	2022年3月初以来涨幅
	大豆	期货结算价（活跃合约）：CBOT大豆	17.6%	3.4%	-6.7%
	钾肥	现货价：钾肥：国内	29.1%	18.8%	10.3%

数据来源：wind，西南证券整理。注：价格涨幅计算截至到4月1日

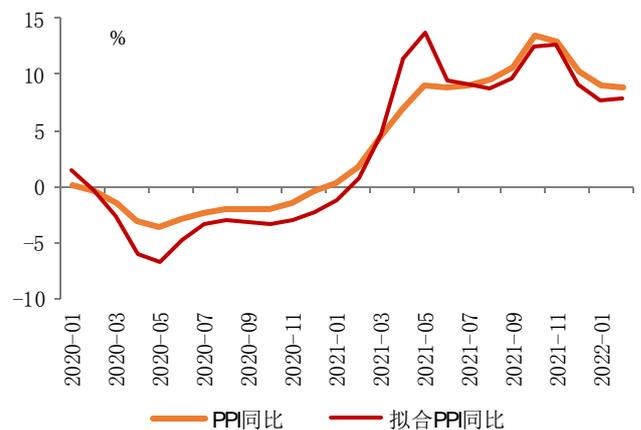
从PPI来看，我们采用2020年工业企业营业收入的数据大致估算了PPI分项的权重，PPI主要反映生产工业品价格，据Wind数据显示，生产资料权重约为75.1%，生活资料权重约为24.9%。从行业来看，直接受原油价格影响到的行业包括石油和天然气开采和石油、煤炭及其他燃料加工，合计权重约为9.7%，化纤、橡胶、塑料等作为原油所衍生的化工产品也会受到油价波动影响，合计权重约为1.9%，这些产品的价格波动同时会向纺织服装、汽车制造等行业传导。此外，煤炭、天然气也会对煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、石油、煤炭及其他燃料加工业、电力、热力生产和供应业、燃气生产和供应业等产生影响，但在保供稳价措施下煤炭相关行业价格波动相对温和；铁矿石价格主要影响黑色金属矿采选业和黑色金属冶炼和压延加工业，权重约为4.0%；镍、铝属于有色金属，直接受到其价格波动的分项包括有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业，另外中游的通用设备制造业、汽车、铁路、船舶、航空航天等制造业也会受一定影响，合计权重约为13.2%；粮食作物比如小麦、玉米、大麦等影响的行业包括农副产品加工业、食品制造业、酒、饮料及精制茶制造业等，权重约为3.3%，影响相对较小。总体来看，此次俄乌冲突所影响到的大宗商品价格在PPI分项中主要影响到的是生产资料端，权重占比相对较大，或在3月份逆转连续下降4个月的PPI同比增速，如若俄乌冲突未来发展符合乐观预期，PPI或在短暂回升后继续维持下降态势；若俄乌冲突向中观预期进展，PPI中长期在基数效应下仍会回落，但幅度有限；如果事态发展愈加悲观，或再次持续推升PPI。

图 29：经测算 PPI 行业分项权重



数据来源：wind、国家统计局，西南证券整理

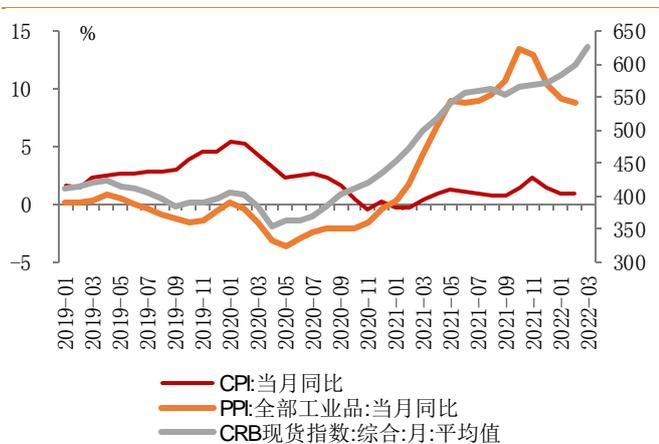
图 30：用测算权重计算的拟合 PPI 与实际 PPI 走势



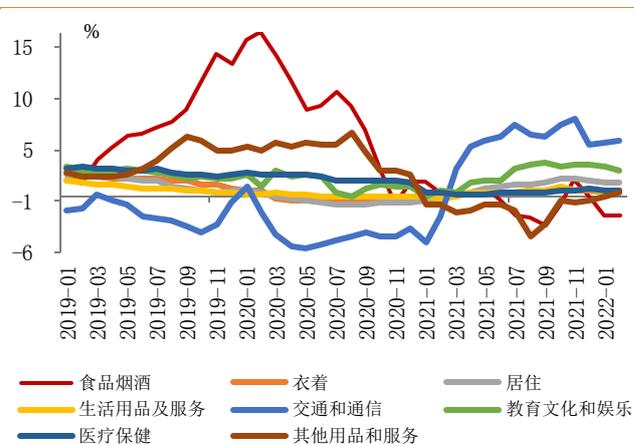
数据来源：wind、国家统计局，西南证券整理

从CPI来看，一方面基于产业链的角度，大宗商品涨价导致上游的生产资料价格上涨，从而通过成本传导到下游，另一方面，部分大宗商品价格直接作用于消费端，对居民生活产生直接影响，比如交通工具用燃料等。但在PPI向CPI的传导过程中消费需求是不可忽略的因素，如果下游消费需求强劲，上游成本向下游终端消费价格传导较快，然而若下游消费需求较为疲软，上游向下游价格传导受阻，中间企业利润会受到挤压。例如，2020年新冠疫情爆发之后，大宗商品价格在疫后经济复苏、货币政策宽松等多因素作用下呈现出

持续地上涨态势，2020年4月至2022年3月CRB现货综合指数涨幅为76.8%左右，PPI也随之大幅上行，然而CPI的走势与PPI分化，剪刀差不断扩大，主要是由于具有相对独立周期的猪肉价格降幅明显。但是这一轮上游大宗商品涨价依然对CPI部分分项产生显著的推升作用，比如八大类中的交通和通信分项，2021年权重约为11.3%，相对食品烟酒（30%）、居住（22.1%）来说占比较小。另外，若国际粮食价格继续维持高涨，粮食分项或受到一定冲击，但在我国粮食保供稳价政策下，波动幅度会相对较小，而肥料的涨价以及交通运输成本的升高，也或对鲜菜鲜果价格有一定推升作用。总体来看，大宗商品涨价会对部分CPI分项直接产生影响，或导致部分CPI分项上行，但下游的需求以及猪肉价格走势也是决定CPI走势的重要因子，大幅推升CPI的可能性较小，CPI未来或维持温和上行的态势。

图 31：总体上，PPI 向 CPI 传导作用有限


数据来源: wind、国家统计局, 西南证券整理

图 32：分项上，CPI 中交通通信受上游价格影响较大


数据来源: wind、国家统计局, 西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 10% 之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn