

## 金融科技专题

## 数字货币观察：国内发力应用层，海外关注投资侧

## 强于大市（维持）

## 行情走势图



## 相关研究报告

【平安证券】行业深度报告\*银行与金融科技\*拥抱数字货币推进的机遇与挑战\*强于大市 20210519

## 证券分析师

袁喆奇 投资咨询资格编号  
S1060520080003  
YUANZHEQI062@pingan.com.cn

## 研究助理

许淼 一般证券从业资格编号  
S1060123020012  
XUMIAO533@pingan.com.cn



## 平安观点：

- **国内数字人民币扎实推进，应用场景持续拓宽。**自十四五规划中明确提到要“稳妥推进数字人民币研发”以来，相关配套政策持续出台，通过明确的法规和积极的引导措施，为数字人民币的发展提供了规范和支持，数字人民币已被应用于零售支付、跨境汇款、政府补贴发放等多个场景。目前，数字人民币试点逐步扩展到覆盖全国 17 个省市和 26 个地区，试点的不断深入带动了数字人民币的快速发展，根据央行数据披露，截至 2022 年末，流通中的数字人民币余额为 136 亿元。与此同时，政策的不断完善还促进了数字人民币与现有金融体系的融合，推动了金融创新，为金融机构提供了新的业务增长点。随着数字人民币技术的成熟和应用场景的深入拓展，预计其将在促进金融包容性、提高金融市场效率以及推动经济数字化转型中发挥更加重要的作用。
- **海外市场加密货币主导，ETF 获批丰富投资渠道。**从海外数字货币的发展来看，由各国央行推动的主权货币发展速度相对较慢，相比之下，海外以加密货币为代表的非主权货币的发展水平更为领先。不过由于加密货币本身非主权货币的特点，其自身的流动性、估值、保管和安全等因素导致其发展进程相对更为曲折，不被承认的货币地位也导致各国持续加强监管约束，其应用场景推进难度较大。与之形成鲜明对比的是其投资属性，市场关注度维持高位。根据 coinmarketcap 数据，截至 5 月 12 日，全球加密货币市场规模达到 2.25 万亿美元，其中比特币的规模占据明显主导地位，其市值占到所有加密货币的 53%。特别是随着今年 1 月美国以及 4 月中国香港比特币现货 ETF 的批准丰富了加密货币投资路径，交易便利度进一步提升。
- **拥抱数字人民币机遇，提升场景建设能力。**数字人民币的场景拓展已经逐步由 C 端零售场景逐步扩容到 B 端和 G 端应用场景，商业银行因“二元体系”的运营关系，在以数字人民币为核心、以数字钱包为载体的新型支付结算体系中占有先机，不应仅局限于发挥法定数字人民币账户管理、安全管控的作用，更是要借助数字人民币拓展领域，结合自身多元化金融资源禀赋提升用户粘性。随着推广范围的持续扩大，对于用户的影响也将逐步深入，商业银行一方面应该积极寻求试点资格，另一方面应该抓住数字人民币带来的支付体系导流，通过完善自身的生态建设去提升客户粘性。
- **风险提示：**（1）政策推进不及预期；（2）宏观经济下行超出预期；（3）金融政策监管风险。

# 正文目录

<b>一、 国内数字人民币扎实推进，应用场景持续拓宽</b> .....	<b>4</b>
1.1 试点区域快速扩容，政策落地支撑数字人民币发展 .....	4
1.2 应用场景持续拓展，交易范围持续扩大 .....	5
<b>二、 海外市场加密货币主导，ETF 获批丰富投资渠道</b> .....	<b>7</b>
2.1 主权货币：海外推进进度慢于国内，国际合作拓展应用场景 .....	7
2.2 非主权货币：监管抑制应用受限，ETF 获批丰富投资渠道 .....	9
<b>三、 拥抱数字人民币机遇，提升场景建设能力</b> .....	<b>14</b>
3.1 C 端小额零售场景快速渗透，推动支付生态变革.....	14
3.2 B 端赋能企业数字化转型，多元化金融服务留存客户 .....	14
3.3 政策引导拓宽 G 端场景应用，银行介入强化银政关系 .....	15
<b>四、 风险提示</b> .....	<b>16</b>

## 图表目录

图表 1	数字人民币相关政策 .....	4
图表 2	数字人民币运营架构 .....	5
图表 3	数字人民币试点区域 .....	5
图表 4	数字人民币近期应用场景持续扩容 .....	6
图表 5	数字货币分类方法：货币之花 .....	7
图表 6	全球 CBDC 进展分布图（截至 2024 年 4 月末） .....	8
图表 7	22 年零售 CBDC 指数排名 .....	8
图表 8	22 年批发 CBDC 指数排名 .....	8
图表 9	CBDC 跨境支付的国际合作案例 .....	9
图表 10	主要加密货币的市值以及交易量 .....	9
图表 11	主流国家对比特币的应用约束严格 .....	10
图表 12	比特币价格波动相对较大 .....	11
图表 13	实物赎回模式 .....	12
图表 14	现金赎回模式 .....	12
图表 15	美国 BTC 现货 ETF 资金流动情况 .....	12
图表 16	美国 BTC 现货 ETF 总规模 .....	12
图表 17	香港比特币现货 ETF 当天交易量 .....	13
图表 18	香港比特币现货 ETF 净资产 .....	13
图表 19	支付宝覆盖场景 .....	14
图表 20	蚂蚁集团（支付宝）业务模式 .....	14
图表 21	数字人民币企业支付解决方案 .....	15
图表 22	数字人民币 G 端应用场景 .....	16

## 一、国内数字人民币扎实推进，应用场景持续拓宽

自十四五规划中明确提到要“稳妥推进数字人民币研发”以来，相关配套政策持续出台，通过明确的法规和积极的引导措施，为数字人民币的发展提供了规范和支持，数字人民币已被应用于零售支付、跨境汇款、政府补贴发放等多个场景，试点的深入带动了数字人民币的快速发展，根据央行数据披露，截至 2022 年末，流通中的数字人民币余额为 136 亿元。于此同时，政策的不断完善还促进了数字人民币与现有金融体系的融合，推动了金融创新，为金融机构提供了新的业务增长点。随着数字人民币技术的成熟和应用场景的深入拓展，预计其将在促进金融包容性、提高金融市场效率以及推动经济数字化转型中发挥更加重要的作用。

### 1.1 试点区域快速扩容，政策落地支撑数字人民币发展

自 2021 年《第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》出台以来，数字人民币配套相关政策持续出台，特别是去年 10 月中央金融工作会议特别提到要做好“科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融”五篇大文章，数字人民币作为数字金融重要的组成部分有望在政策持续支持下获得更为长远的发展。

图表1 数字人民币相关政策

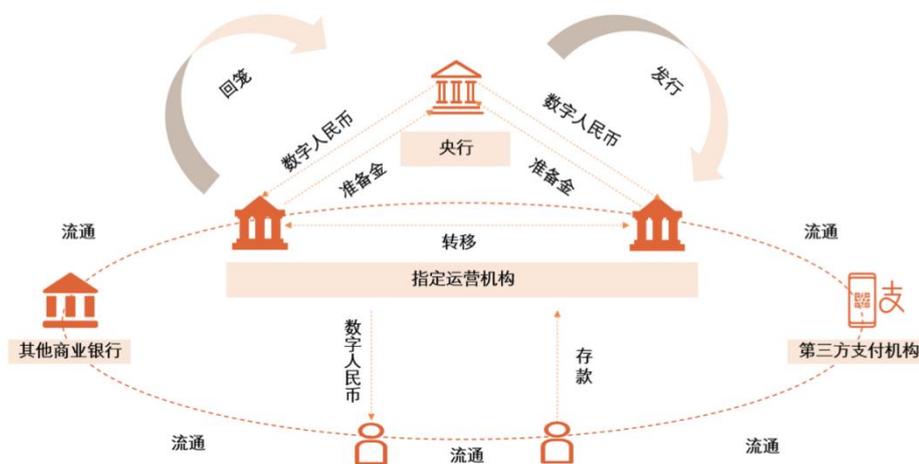
时间	发布机构	文件名称	主要内容
2021 年 3 月	全国人大	《第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	<b>推动构建网络空间命运共同体</b> ：积极参与数据安全、数字货币、数字税等国际规则和数字技术标准制定。 <b>深化金融供给侧结构性改革</b> ：稳妥推进数字货币研发。 <b>打造数字经济新优势（区块链方面）</b> ：推动智能合约、共识算法、加密算法、分布式系统等区块链技术创新，以联盟链为重点发展区块链服务平台和金融科技、供应链管理、政务服务等领域应用方案，完善监管机制。
2021 年 7 月	央行	《中国数字人民币研发进展白皮书》	阐明人民银行在数字人民币研发上的基本立场，阐释数字人民币体系的研发背景、目标愿景、设计框架及相关政策考虑，加强与相关各方的沟通，共同推动建立面向数字经济时代、普惠惠及大众、通用创新开放的货币服务体系，央行发布白皮书。
2022 年 1 月	国务院办公厅	《关于印发要素市场化配置综合改革试点总体方案的通知》	支持在零售交易、生活缴费、政务服务等场景试点使用数字人民币。支持完善中小银行和农村信用社治理结构，增强金融普惠性。
2022 年 10 月	央行	《扎实开展数字人民币研发试点工作》	深入开展理论研究和顶层设计、试点应用和场景建设进展顺利、产品研发和服务升级持续推进、积极参与国际交流合作和标准制定、继续推动数字人民币业务持续健康发展。
2023 年 1 月	国家税务总局	《关于开展 2023 年“便民办税春风行动”的意见》	在数字人民币试点地区，推动实现数字人民币缴纳税费，丰富数字人民币应用场景，满足纳税人缴费人多元化税费缴纳需求。
2023 年 1 月	住房和城乡建设部	《关于加快住房公积金数字化发展的指导意见》	积极拓展数字人民币应用场景。积极探索共建共享共用新机制，鼓励有条件的省（自治区）建设统一的住房公积金业务系统。住房公积金管理中心要积极使用部省两级提供的共性应用，拓展数字化、智能化应用场景。
2023 年 10 月	中央金融工作会议	/	做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章。
2024 年 1 月	中共中央办公厅 国务院办公厅	《浦东新区综合改革试点实施方案（2023-2027 年）》	持资产管理行业依法合规畅通境内外资金投资渠道，在资金来源、投资方式、资金运营等方面优化业务模式。实施全球资产管理伙伴计划。在贸易结算、电商支付、碳交易、绿色电力交易等领域试点使用数字人民币。
2024 年 1 月	国新办新闻发布会	/	一是大湾区实施港澳居民购房支付便利化政策，更好满足港澳居民置业需求；二是扩大深港跨境征信合作试点范围，便利深港企业跨境融资；三是深化数字人民币跨境试点，为中国香港和内地居民企业带来更多便利。
2024 年 2 月	新华社	央行报道	中国人民银行数字货币研究所与香港金融管理局将进一步深化数字人民币跨境试点合作，探索基于数字人民币的个人小额跨境汇款服务等
2024 年 3 月	国务院	《关于进一步优化支付服务提升支付便利性的意见》	（一）切实改善银行卡受理环境。（二）持续优化现金使用环境。（三）进一步提升移动支付便利性。（四）更好保障消费者支付选择权。（五）提升账户服务水平。（六）持续加强支付服务宣传推广。
2024 年 5 月	央行	《关于加强数字货币监管的通知》	强调了数字货币交易监管的重要性，提出了对数字货币市场进行宣传和警示教育的必要性，强调了对数字货币的监测分析和风险防范的重要性，提出了推进数字货币法律法规完善的建议。

资料来源：国务院，中国人民银行，平安证券研究所

截至目前，我国数字人民币采取的是以广义账户体系为基础的双层运营体系，支持银行账户松耦合，支持双离线支付，并且在终端支付上给予了消费者更多的选择权利，特别是其点对点交付和高可追溯性的特征也强化了资金安全性。数字人民币在

收付款时完全独立于银行账户和清结算中介体系，可以实现更高的支付效率和更低的手续成本，兼顾了虚拟货币和主权货币的共同的优势，应用端具有广阔的空间。

图表2 数字人民币运营架构



资料来源：中国人民银行，平安证券研究所

## 1.2 应用场景持续拓展，交易范围持续扩大

随着数字人民币试点的不断深入，其应用范围已经从最初的“4+1”区域试点逐步扩展到覆盖 17 个省市和 26 个地区，试点银行也从最开始的六家国有银行新增招商、兴业、微众和网商银行，试点网络不断深化。各级政府同时持续推出重要政策带动数字人民币试点完成由量增到质升的重要转变，例如上海发布《全面推进城市数字化转型“十四五”规划》，强调全市推进数字人民币试点，丰富应用场景，《浙江省金融业发展“十四五”规划》也提到要鼓励和引导浙江省企业参与数字人民币生态建设和延伸产业的研究和开发，海南省则是把“区块链+金融”作为提升区域竞争力的重要部分，强调 2025 年金融业增加值占地区 GDP 的 10% 以上。政策的细化和创新都在推动试点工作由简单的规模扩张向质量提升转变，这些措施不仅加速了数字人民币的普及，也促进了金融科技的发展，为构建更加完善的数字经济生态系统做出了贡献。

图表3 数字人民币试点区域

时间	试点城市	范围
2019 年末	深圳、苏州、雄安、成都及 2022 年北京冬奥会场景	“4+1”
2020 年 11 月	新增上海、海南、长沙、西安、青岛、大连 6 个地区	“10+1”
2022 年 3 月	新增天津、重庆、广东和广州、福建的福州和厦门以及浙江的杭州、宁波、温州、湖州、绍兴、金华，北京和河北张家口在 2022 年北京冬奥会、残奥会场景试点结束也将转为试点地区	15 省市 23 个地区
2022 年 12 月	扩大第一批城市至广东、江苏、河北、四川全省，新增山东济南、广西南宁和防城港、云南昆明和西双版纳	17 个省市 26 个地区

资料来源：中国人民银行，澎湃新闻，平安证券研究所

目前数字人民币已经在批发零售、餐饮文旅、教育医疗、公共服务等领域已形成一大批涵盖线上线下、可复制可推广的应用模式。此外，数字人民币的跨境支付探索也取得了初步成果，为人民币国际化和贸易便利化提供了新的途径。随着数字人民

币在更多线上平台和智能终端的接入以及居民消费习惯的重塑，未来数字人民币将成为移动支付领域的重要一员，根据央行数据披露，截至 2022 年末，流通中的数字人民币余额为 136 亿元。

图表4 数字人民币近期应用场景持续扩容

时间	应用场景
2022 年 2 月	北京冬奥会上使用数字人民币作为支付系统。
2022 年 3 月	三笔项目工程款通过数字人民币在苏州成功发放，这是通过数字人民币支付工程款项的结算交易。
2022 年 3 月	在海南，数字人民币和新能源汽车推广相结合，数字人民币已经完全融入包括购车定金、首付款等各类支付事项中。在海南琼海汽车城销售点，琼海市民正在工作人员的指导下通过数字钱包支付购车定金，中间没有任何手续费用。
2022 年 4 月	美团发放数字人民币“开城红包”，是数字人民币试点落地重庆后，场景支持机构的首个重要动作；浙江省内首笔通过数字人民币缴纳的电费诞生；微信已支持在试点地区使用数字人民币；苏州市实现数字人民币在线支付不动产登记费功能，是全国首个数字人民币在不动产登记领域的应用；数字人民币支付方式在福建高速公路全场景应用成功落地；全国首单数字人民币财政实拨资金业务在海南文昌落地。
2022 年 6 月	杭州市文化广电旅游局发布新版“杭州文旅惠民卡”，作为全国首张政府数字人民币“文旅惠民卡”，其涵盖全市 26 个收费景区的免费入园特惠。
2022 年 9 月	中国国际服务贸易交易会在京召开，人民银行数字货币研究所设计的数字人民币 IP“圆圆”首次公开展出。在本届服贸会上，中国银行联合美团发布了首款面向公众流通的数字人民币硬钱包“低碳卡”。
2022 年 9 月	数字人民币核心技术亮相 2022 中国（北京）数字金融论坛。人民银行数字货币研究所在 2022 第二届中国（北京）数字金融论坛上正式发布数字人民币智能合约预付资金管理产品——“元管家”。
2023 年 3 月	在数字人民币（试点版）App“钱包快付管理”页面，“商户平台”已有 94 家可开通，“支付平台”新增微信支付。
2023 年 5 月	数字人民币 APP 新增“乘车码”服务，杭州、绍兴、海宁市民可优先享受到一码通行的交通出行新体验。
2023 年 6 月	深圳市市场监管局、中国人民银行深圳市中心支行联合市地方金融监管局、市教育局、市商务局等单位，举办预付式经营领域应用数字人民币试点推广启动仪式，深圳市在破解预付式经营难题的做法在全国范围内尚属首次。
2023 年 7 月	成都市首批出租车开通数字人民币小微商户业务。7 月，为方便自然人（城乡居民、灵活就业人员）缴纳社保费，在原有支持刷卡、现金、第三方支付的基础上，新增数字人民币缴费功能。
2024 年 1 月	微信支持数字人民币再扩容，目前，包括景区博物院、多地生活缴费平台、T3 出行、哈啰单车、顺丰速运、南方电网等覆盖生活服务、民生缴费、餐饮娱乐、出行交通等领域数百万家商户。

资料来源：中国人民银行，澎湃新闻，新华社，证券日报，财联社，平安证券研究所

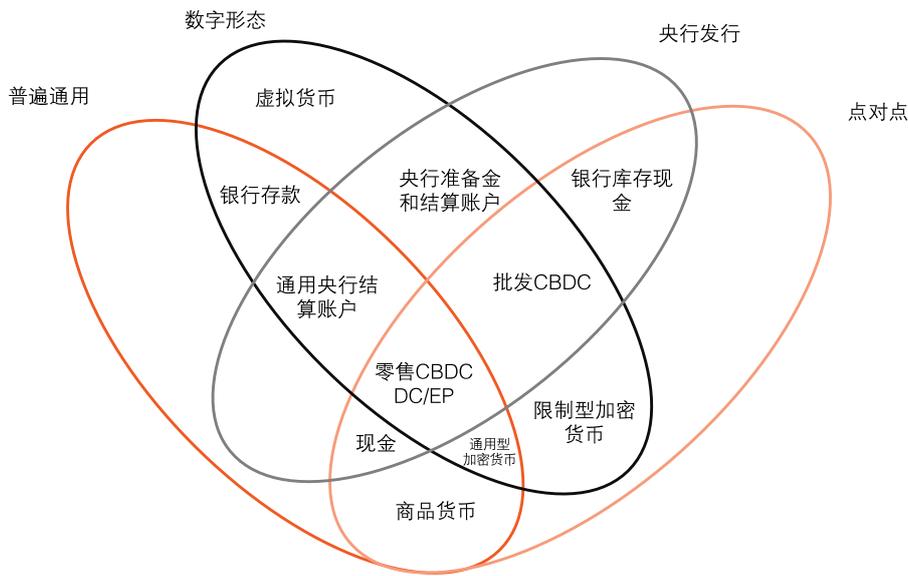
## 二、 海外市场加密货币主导，ETF 获批丰富投资渠道

从海外数字货币的发展来看，由各国央行推动的主权货币发展速度相对较慢，相比之下，海外以加密货币为代表的非主权货币的发展水平最为领先。不过由于加密货币本身非主权货币的特点，其自身的流动性、估值、保管和安全等因素导致其发展进程相对更为曲折，不被承认的货币地位也导致各国持续加强监管约束，其应用场景推进难度较大。与之形成鲜明对比的是其投资属性，市场关注度维持高位。根据 coinmarketcap 数据，截至 5 月 12 日，全球加密货币市场规模达到 2.25 万亿美元，其中比特币的规模占据明显主导地位，其市值占到所有加密货币的 53%。特别是随着今年 1 月美国以及 4 月中国香港比特币现货 ETF 的批准丰富了加密货币投资路径，交易便利度进一步提升。

### 2.1 主权货币：海外推进进度慢于国内，国际合作拓展应用场景

自比特币概念出现之后，数字货币受到了各国中央银行的普遍关注，2014 年我国成立法定数字货币研究小组，属于国际上最早一批正式探索数字货币应用场景的国家。直至 2017 年，国际清算银行（BIS）基于发行人、货币形态、电子形态和实现技术四个基本属性提出了“货币之花”的概念，首次对中央银行数字货币（Central bank digital currencies, CBDC）进行了分类。2019 年，我国正式推出数字人民币试点，推进速度位于世界前列。根据 BIS 发布的 2022 年 CBDC 年度报告，参与调查的 86 家央行机构中，积极开展 CBDC 的央行占比高达 93%，其中一半以上正在进行概念验证或试点。截至 2024 年 4 月末，根据 CBDC tracker 统计，全球目前超过 160 个国家正在探索 CBDC。

图表5 数字货币分类方法：货币之花



资料来源：BIS、《央行加密货币》、平安证券研究所



行数字货币研究所共同发起的跨境清算平台进行的线上交易，属于“多对多”的交易模式，从目前成功的案例来看，大宗商品的交易是目前数字人民币跨境业务中最主要的应用。

图表9 CBDC 跨境支付的国际合作案例

项目名称	进展情况
Jasper-Ubin 项目（加拿大、新加坡）	Jasper-Ubin 项目完成后，加拿大央行看到了 DLT 用于跨境支付的潜力，希望在未来能够与各国央行、大型金融机构开展广泛合作，进一步挖掘 DLT 应用于跨境支付的价值及更大潜力。
Dunbar 项目(新加坡、澳大利亚、马来西亚、南非)	在 Jasper-Ubin 项目的基础上，BIS 创新中心牵头，新加坡等联合启动 Dunbar 项目，项目主要专注于 CBDC 在国际层面的设计，支持 G20 路线图，加强 CBDC 跨境支付。
Stella 项目（欧洲、日本）	研究 DLT 在支付系统与证券结算系统等领域的适用性。
Aber 项目（沙特、阿联酋）	沙特央行和阿联酋央行于 2019 年 1 月推出 Aber 项目，旨在促进两国 CBDC 跨境结算。Aber 项目试点范围已扩大至六家商业银行。
m-CBDC Bridge 项目（中国、泰国、中国香港、阿联酋）	2021 年 2 月，中国人民银行数字货币研究所、香港金融管理局、泰国中央银行及阿拉伯联合酋长国中央银行宣布联合发起多国央行数字货币桥研究项目（m-CBDC Bridge）。该项目来自于中国香港与泰国合作的 Lion Rock-Inthanon 项目的第二阶段，核心是研究 DLT 技术，探索 CBDC 在跨境支付中的多种应用。

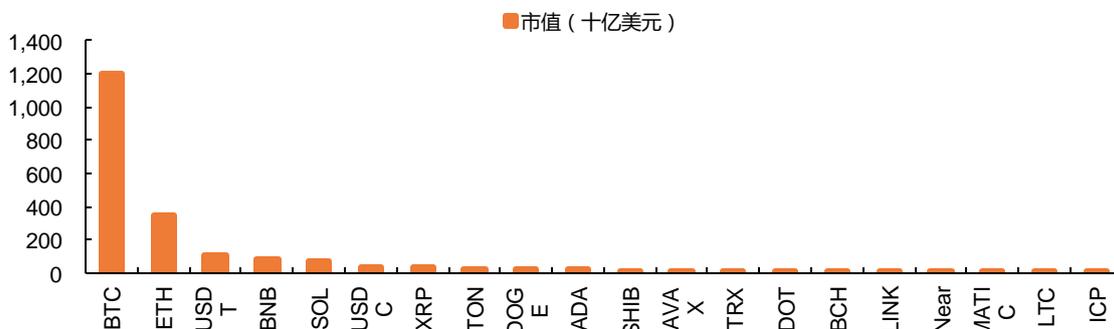
资料来源：《央行数字货币全球发展态势及展望》，平安证券研究所

## 2.2 非主权货币：监管抑制应用受限，ETF 获批丰富投资渠道

非主权货币通常指的是不由国家或政府机构发行或支持的货币形式。这类货币不依赖于任何国家的货币政策或法律支持，而是通过市场供需、技术协议或社区信任来维持其价值和流通。目前海外非主权货币中，加密货币的发展水平最为领先，加密货币简单而言是一种利用区块链技术公众网络流通的加密数字货币，利用密码学原理，通过复杂计算生成，数量有限不依靠特定货币机构发行，具有去中心化特性和交易匿名性等特点，根据 coinmarketcap 数据，截至 5 月 12 日，全球加密货币市场规模已达 2.25 万亿美元。加密货币中当前从存量市值来看比特币（BTC）、以太坊（ETH）以及泰达币（USDT）排名靠前，其中比特币的规模占据明显主导地位，其市值占到所有加密货币的半壁江山。

比特币作为加密货币的开山鼻祖，自 2009 年由中本聪创立以来，不仅引领了区块链技术的发展，也成为了数字货币领域的标杆。由于其较早的发现和持续的高关注度，比特币在投资者心中占据了特殊的地位，它的表现往往被视为整个加密货币市场情绪的风向标。

图表10 主要加密货币的市值以及交易量



资料来源：coinmarketcap，平安证券研究所

注：市值计算日截至 2024 年 5 月 12 日

相比于我国的数字人民币，从应用层面来看目前海外加密货币的进展较为缓慢。由于加密货币非主权货币的特点，大部分国家对于以比特币为代表的加密货币仍持审慎态度，基于反洗钱与反恐融资风险的防御性目的进行相应监管，以币安和 Coinbase 为代表的交易平台收到的罚单和处罚并不在少数，包括币安创始人赵长鹏也因违反反洗钱法被捕入狱。应用层面也因为严监管导致现实消费场景落地较为缓慢，早年提出的包括比特币购买特斯拉、Facebook 发行的 Libra 等设计也都逐渐搁置，目前更多的应用停留在虚拟场景内。

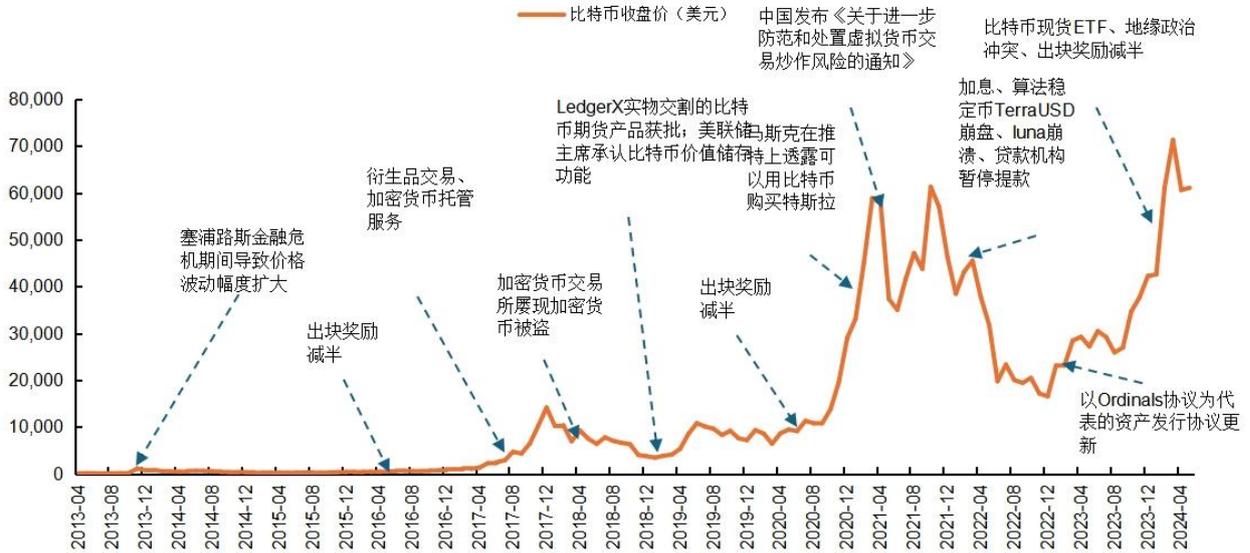
图表11 主流国家对比特币的应用约束严格

国家	主要监管政策内容
美国	ICO 通常容易受到美国证券交易委员会的监管。根据《联邦证券法》，如加密资产被确定为证券，发行人必须向 SEC 注册该证券或根据注册要求的豁免提供该证券。在代币是否被认定为证券方面，SEC 一直留有空间，称其「取决于该特定资产的特征和用途」。但总体而言，SEC 更倾向将加密货币视为证券，同时将证券法全面适用于数字钱包，同时影响了交易所和投资者。
	加密货币交易所方面，主要由美国金融犯罪执法网络 (FinCEN) 进行监管，侧重点在资金转移和反洗钱 (AML)。根据《银行保密法》，FinCEN 监管货币服务企业 (MSB)。加密货币交易平台须获得 FINCEN 许可，实施全面的反洗钱风险评估和报告机制。
	在加密货币衍生品方面，美国商品和期货交易委员会 (CFTC) 将加密货币视为商品，根据《商品交易法》，加密货币期货、期权和其他衍生合约交易必须在 CFTC 监管的交易所公开交易。目前，芝加哥期权交易所和芝加哥商品交易所提供与比特币价格挂钩的期货交易。
	在加密货币税收方面，美国国税局将加密货币视为财产而进行征税。公民个人而言，作为资本资产持有加密货币超过一年、且已实现收益的，均需缴纳资本利得税；持有时间少于一年并获得收益的，缴纳普通所得税。
日本	《资金结算法》将虚拟货币明确为一种结算、支付手段，并具有财产性价值。同时，该法案也明确推出了加密资产交易所监管机制，只有在日本金融厅/财政局注册的企业才能在该国提供加密货币兑换服务。
中国	2013 年，央行发布了一份通知禁止金融机构与比特币交易平台进行业务往来。2021 年央行发布《关于进一步防范和处置虚拟货币交易炒作风险的通知》，明确虚拟货币不具有与法定货币等同的法律地位、虚拟货币相关业务活动属于非法金融活动、境外虚拟货币交易所通过互联网向我国境内居民提供服务同样属于非法金融活动、参与虚拟货币投资交易活动存在法律风险等。
英国	英国负责监管加密市场监管的主要机构的英国金融行为监管局 (FCA)，监管目的仅出于反洗钱和反恐融资。2020 年 1 月，FCA 获得监管权力以监督加密资产企业如何管理洗钱和反恐融资风险，自此英国加密资产企业必须遵守《洗钱条例》(MLR) 并向 FCA 注册。
韩国	2017 年 9 月，负责管理和监督数字资产韩国金融服务委员会 (FSC) 表示禁止所有形式的 ICO 行为，但并为针对加密货币交易所制定监管政策，主要由韩国区块链协会推动实施自我监管，虚拟资产服务商还需要获得信息安全管理系统 (ISMS) 管理证书，并在银行指导下开立实名制账户，以防止洗钱。
德国	2020 年 1 月，德国实施《欧盟第 4 号洗钱指令修订》的政府草案正式生效，该法律表示加密资产不具有货币或金钱的法律地位，但可以被自然人或法人接受为支付方式，或用于投资目的，被《德国银行法》视为金融工具
俄罗斯	俄罗斯《数字金融资产法》表示俄罗斯官员或担任公职的个人必须披露自己的数字资产，以及其配偶和子女的数字资产。同时，该法律禁止某些俄罗斯官员持有任何加密货币
	俄罗斯对比特币等加密资产的流通实施严格限制，仅允许在其管辖范围内发行数字金融资产

资料来源：搜狐新闻、腾讯新闻、移动支付网、财联社、平安证券研究所

值得注意的是，虽然受各国监管因素影响加密货币在应用端没有进展，但从投资端视角来看，加密货币的市场关注度始终维持高位，以比特币价格为例，截止 5 月 12 日，比特币的交易价格在 61111 美元/枚，在过去十年间增长 97 倍。今年以来，加密货币的交易方式又有进一步拓宽，随着 2024 年 1 月和 4 月美国和中国香港分别批准了比特币现货 ETF 交易（香港同时批准了以太币现货 ETF 交易），丰富了加密货币的投资路径，投资渠道多元化趋势逐渐显现。

图表12 比特币价格波动相对较大

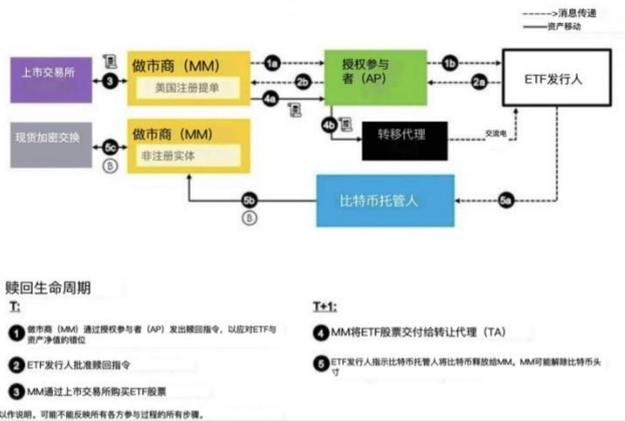


资料来源: coinmarketcap, 搜狐新闻、腾讯新闻、移动支付网、财联社、平安证券研究所

美国 SEC 在 24 年 1 月 10 日批准 BTC 现货 ETF 上市, 4 月 15 日, 我国香港特别行政区批准了加密货币现货 ETF, 同时允许了比特币和以太币的现货 ETF 交易, 成为世界上第一个批准以太币现货 ETF 的地区, 现货 ETF 具有的门槛更低、安全性、费率等优势使其相较于直接买卖 ETC 或者 BTC 期货来说更符合普通投资者的需求。

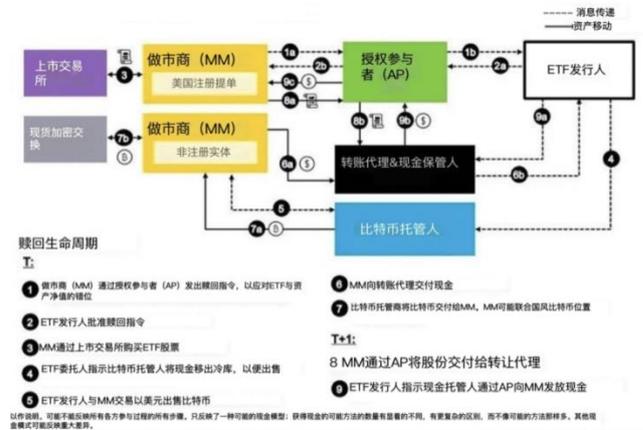
从比特币 ETF 自身来看, 比特币现货 ETF 的赎回方式主要有两种模式: 1) 实物赎回模式 (In-Kind Redemption Model); 在这种模式下, 授权参与者 (AP) 可以直接使用比特币来交换 ETF 份额。当 ETF 份额被赎回时, 投资者会收到等值的比特币, 而不是现金。这种方式下, ETF 发行人只需要处理 ETF 份额和比特币的对应关系和记账, 而不需要操心市场上不断波动的美元价格。本质上, 这相当于用比特币本位来对 ETF 份额进行计价; 2) 现金赎回模式 (In-Cash Redemption Model); 与实物赎回模式不同, 在现金赎回模式中, ETF 份额的赎回是通过现金完成的。当投资者赎回其持有的 ETF 份额时, 他们会收到现金, 而不是比特币。这种模式下, ETF 发行人需要将比特币转换为现金, 然后使用这些现金来支付赎回的投资者。SEC (美国证券交易委员会) 更倾向于现金赎回模式, 因为这样可以更好地隔离风险, 确保美元的定价货币主体地位, 并且方便监管和税收。

图表13 实物赎回模式



资料来源: ccdata、BlackRock、平安证券研究所

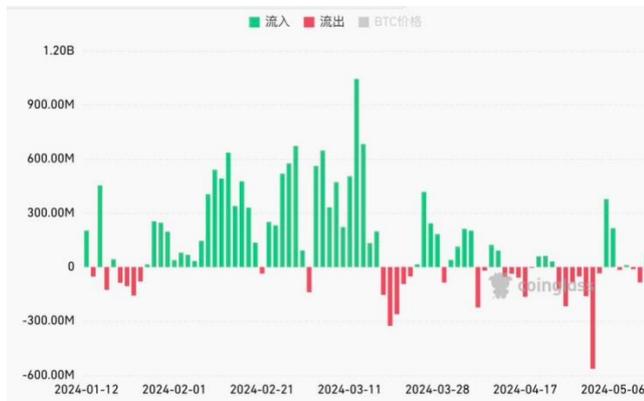
图表14 现金赎回模式



资料来源: ccdata、BlackRock、平安证券研究所

从市场角度来看, BTC 现货 ETF 市场规模趋于平稳。以美国比特币现货 ETF 为例, 在经历今年 1-3 月规模的快速上升之后, 整体的资金交易量和市值都趋于平稳, 投机情绪降温后的市场趋于稳定, 而香港比特币现货 ETF 上市交易后的规模相较美国市场仍然较小, 日间交易量同样逐步收窄。虽然能够看到市场交易情绪的有所降温, 但不可否认现货 ETF 的存在极大丰富了投资渠道, 加密货币作为投资工具的属性得到日益显著。

图表15 美国 BTC 现货 ETF 资金流动情况



资料来源: coinglass, 平安证券研究所

注: 计算日截至 2024 年 5 月 12 日

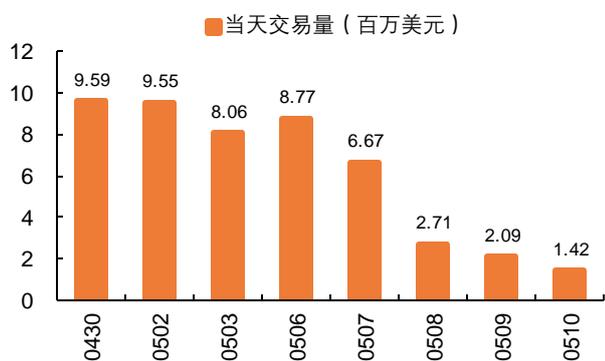
图表16 美国 BTC 现货 ETF 总规模



资料来源: coinglass, 平安证券研究所

注: 计算日截至 2024 年 5 月 12 日

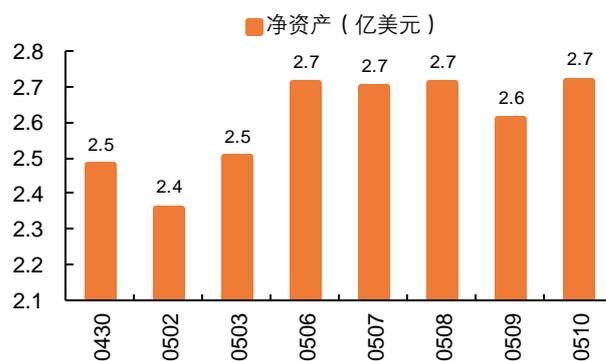
图表17 香港比特币现货 ETF 当天交易量



资料来源: coinglass, 平安证券研究所

注: 计算日截至 2024 年 5 月 12 日

图表18 香港比特币现货 ETF 净资产



资料来源: coinglass, 平安证券研究所

注: 计算日截至 2024 年 5 月 12 日

### 三、 拥抱数字人民币机遇，提升场景建设能力

数字人民币的场景拓展已经逐步由 C 端零售场景逐步扩容到 B 端和 G 端应用场景，商业银行因“二元体系”的运营关系，在以数字人民币为核心、以数字钱包为载体的新型支付结算体系中占有先机，不应仅局限于发挥法定数字货币账户管理、安全管控的作用，更是要借助数字人民币拓展领域，结合自身多元化金融资源禀赋提升用户粘性。随着推广范围的持续扩大，对于用户的影响也将逐步深入，商业银行一方面应该积极寻求试点资格，另一方面应该抓住数字人民币带来的支付体系导流，通过完善自身的生态建设去提升客户粘性。

#### 3.1 C 端小额零售场景快速渗透，推动支付生态变革

基于数字人民币 M0 的定位以及“央行-商行”的二元运行体系，数字人民币 C 端小额零售场景值得重点关注。从个人消费过程来看，数字人民币松耦合、双离线以及匿名可控是其突出的相对优势，结合其性能优势以及法币属性，有望对于目前以支付宝和微信两大支付巨头的场景实现渗透，各类消费生态有望得到重塑。

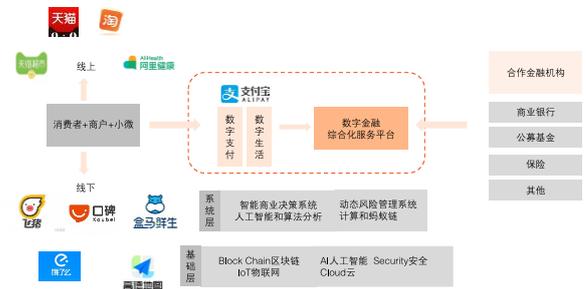
对银行而言，抓住数字人民币推广过程的导流机会，提升用户粘性是重中之重。我们参考支付宝流量转化的过程，蚂蚁集团（支付宝）通过协同阿里生态叠加自身打造的数字生活平台，创造了海量的生活和商业场景连接 C 端用户和 B 端商家，通过提供数字支付工具打造交易闭环，同时积累了丰富的客户洞察作为底层数据，协同外部金融机构根据积累的底层数据开发创新产品满足客户金融服务需求进一步沉淀客户资产，实现流量变现的同时，增强客户对整个生态的粘性。目前数字人民币已经可以覆盖支付宝生态中的绝大多数场景，场景渗透有望持续提速，银行在抓住支付流量的同时，更应该注意自身生态的建设，通过开放银行等方式完善自身的生态体系，优化客户的体验，将支付客户转变为高粘性客户。

图表19 支付宝覆盖场景



资料来源：艾瑞咨询，平安证券研究所

图表20 蚂蚁集团（支付宝）业务模式



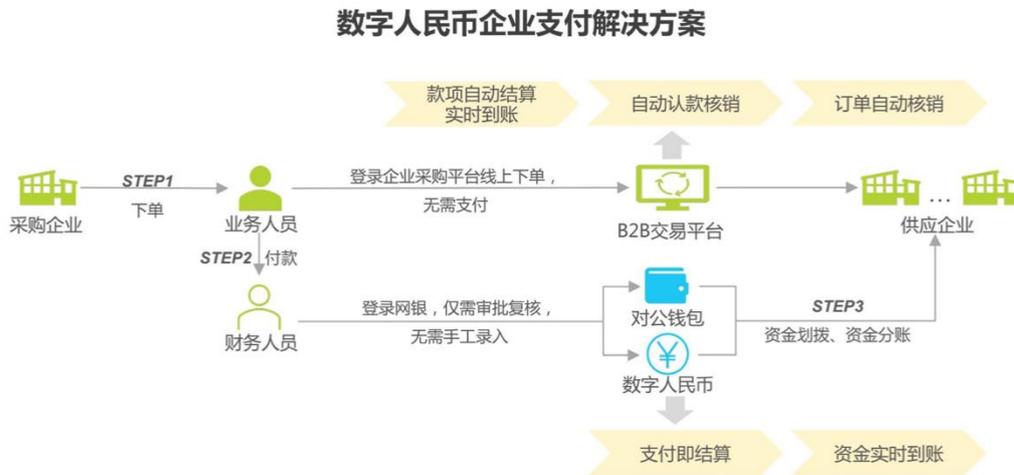
资料来源：支付宝，艾瑞咨询，平安证券研究所

#### 3.2 B 端赋能企业数字化转型，多元化金融服务留存客户

目前国内 B 端尚未形成完整的商业模式，但 B 端支付业务作为 C 端零售场景的延伸是国内数字人民币试点的重要过程，国内商业银行已经在贷款发放、工资结算等方面的应用取得了一定的成效。相较于传统的采购支付方式，数字人民币兑出兑回的零费率模式将得到众多企业的青睐，而打通企业级支付后，DCEP 凭借支付贯穿企业运营中各个环节场景，借助现金流运行沉淀出足够的数据，进而加速中小商户的数字化进程，对于供应链核心企业而言，更能够帮助其完善上下游供应链等细分场景，增加其日常的运营效率。

对于商业银行而言，可以利用自身在金融服务领域的专业优势和客户基础，提供定制化的数字货币服务，拓展其在信贷、财富管理、投资银行等业务领域的服务范围，为企业提供更加全面和多元化的金融服务，例如农业银行 22 年首次发放 150 万元数字人民币普惠贷款，中国银行昌江支行成功发放 4300 万数字人民币大额贷款，中国银行重庆高新分行也在 23 年成功落地针对某高新产业公司的数字人民币贷款 2400 万元。

图表21 数字人民币企业支付解决方案



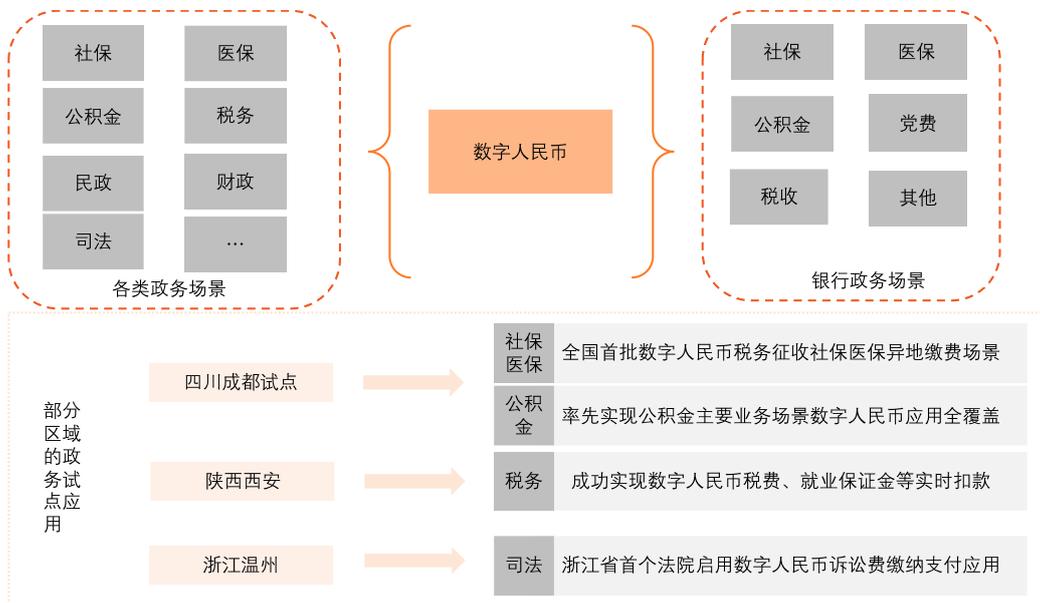
资料来源：艾瑞咨询、平安证券研究所

### 3.3 政策引导拓宽 G 端场景应用，银行介入强化银政关系

借助政府力量，数字人民币可以通过指定运营机构优先接入薪资发放、党费缴纳、交通罚没、医疗挂号、补贴发放等高频政务场景，设立数字人民币专用服务通道和业务办理窗口，培养社会公众使用数字人民币的支付习惯。此外，政府还可以制定相关的优惠政策，鼓励各级政府部门、事业单位，以及社会企业使用数字人民币进行资金往来业务，对数字人民币生产经营的应税行为实行减免优惠。同时，数字人民币的可追溯性与智能合约功能可以加强政府的治理能力，助力解决跨政务层级监管难、效率低等问题。

从商业银行自身来说，商业银行可借助政府机构在提升支付系统效率、增强货币政策传导效果以及加强财政资金监管等方面的需求日益迫切的机遇，参与数字货币相关的基础设施建设，如提供技术平台支持、协助构建和维护数字货币钱包系统等。此外，商业银行可以利用自身广泛的分支网络和客户服务经验，为政府提供包括数字货币发行、分发和回笼等在内的全方位服务。通过参与政府的数字货币项目，商业银行不仅可以加深与政府的合作关系，还能够增强自身在新兴市场中的竞争力。商业银行还可以通过数字货币拓展其在公共服务支付、政府采购、税收征管等领域的业务，提供更加便捷、安全的支付结算方案，助力政府提高工作效率和透明度。同时，这也是商业银行创新服务模式、拓宽收入来源的重要途径。

图表22 数字人民币 G 端应用场景



资料来源：上海证券报、易观分析、平安证券研究所

## 四、风险提示

- 1) **政策推进不及预期。**金融服务质效的提升都是长久而艰巨的任务，政策的落地效果、推广进度和改革方向都存在不及预期的风险。
- 2) **宏观经济下行超出预期。**市场的需求和企业的盈利同宏观经济环境变化息息相关，经济承压背景下带来的风险暴露或将拖累相关产业的发展。
- 3) **金融政策监管风险。**银行业务对监管政策敏感度高，相关监管政策的出台可能深刻影响行业当前的业务模式和盈利发展空间。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融  
融中心 B 座 25 层

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 26 楼

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼  
丽泽平安金融中心 B 座 25 层