

2020

DeFi行业

研究报告 |

November 2020

TokenInsight Research
research@tokeninsight.com



TokenInsight.com
bd@tokeninsight.com

Find, Create, and Spread Value in Blockchain.

 **TokenInsight**

The TokenInsight logo consists of a stylized diamond shape followed by the company name in a bold, sans-serif font.

行业声音



DeFi底层逻辑价值是被证实的，未来会有更多的新资产、新用户参与进来。整个数字货币市场包括DeFi市场在缓步发展，但是在有增量、有加速度地发展着。

代世超
DODO 联合创始人



目前DeFi的主要应用还停留在底层基础设施，还需漫长的更新迭代才能触及高复杂度的金融工具层面。我们看好DEX的发展，它的自由度和灵活度更高，能比CEX做到更多的事。

Eric Chen
Injective Protocol CEO



DeFi在过去半年中的爆发，得益于以太坊生态的全方位提升。长期来看DeFi可以解决虚拟资产甚至是传统金融交易中的信任问题，提高资金流转效率，促使更多资产上链清算。

Felix Xu
Bella Protocol CEO



DeFi是可期的，起伏是因为不同周期有不同资产和不同方式出现。八、九月份的热度触发了应用类Token，支持使用即挖矿的方式。新的周期还会有新的方式出现。

卡咩 Liam
Stafi Co-Founder



DeFi热潮给市场带来了很多新用户，但是目前用户门槛还是较高的，且存在一些安全问题。但我相信市场会越来越大，这些问题需要时间来解决。

洪骏
S.Finance核心志愿者



DeFi的创新与业务发展从来没有停止过，总体来看DeFi是在往上走的。我们希望看到增量市场，传统的资产实现上链才是真正的突破。

杨民道
dForce创始人

前言

Overview

DeFi “乐高”属性在Q3充分发挥，不同项目互相依赖共同成长。

在DeFi崛起的浪潮中，在高收益的收益农耕（Yield Farming）驱动下，资产锁仓值增长高达500%；部分DeFi资产价格的急剧增长；以太坊被堵的水泄不通，交易手续费疯涨；部分项目治理通证的发行和分配赋予社区和参与者更多的话语权。

自动化做市商（AMM）站上风口，推动去中心化交易所（DEX）总成交量达\$47B；Uniswap占据市场主导地位，季度交易量环比增长超2000%，交易量媲美部分头部中心化交易所。

DAI依旧是DeFi领域需求最强的稳定币，在收益农耕的刺激下发行量超越PAX和BUSD，增长超500%。**收益聚合器（Aggregator）yearn.finance成为最大黑马，**锁仓至季度末翻近百倍，治理通证YFI价格超越比特币，一跃成为最昂贵的数字资产。

分叉项目和以食物命名的实验性资产在三季度吸引眼球，在快速聚集大量流动性的同时也饱受争议。YAM出现智能合约故障，Hotdog上线后迅速“归零”，YFII在受到社区指责后却表现良好。

比特币继续向以太坊转移，成为DeFi生态的一块乐高积木。WBTC需求旺盛，发行量超10万；去中心化衍生品市场产品日渐丰富。行业中各板块相互拼接组合，激发出源源不断的创新和想象，让我们看到了一个开放的、无需许可金融生态的魅力。

随着市场狂欢下积聚的泡沫逐渐破碎，九月下旬起DeFi开始热度退潮，经历十月回调式的冷清后，十一月再次呈现出蓄势待发之态。

而无论市场如何变化，经历起落的DeFi终将逐步屏蔽“噪音”，**在不断建设、夯实底层金融设施的基础上，沉淀出更多用户需要的、有价值的创新。**

目 录

Content

要点总结	6
行业图景	7
市场概览	8
市值与总锁仓值	
DeFi资产表现	
去中心化交易所（DEX）	10
DEX总览	
自动做市商（AMM）	
收益农耕、分叉和模因（MEME）	
衍生品	16

要点总结

Executive Summary

- ① DeFi在三季度发展依旧强势，**总锁仓量较二季度增长500%，达\$11.4B**。十月DeFi市场相对转冷，月末锁仓量与月初基本持平，DEX整体交易量回落，十月下降34%；
- ② DeFi的火爆将以太坊手续费推上9月初平均\$14/笔的历史高峰，DeFi表现受yearn.finance等热点项目和事件驱动明显；
- ③ 预言机项目Chainlink长期位居DeFi市值榜单第一。市值前十的DeFi项目（除YFI、DAI和WBTC）**平均回报率为89%**，半数表现超以太坊；
- ④ AMM驱动DEX交易量增长，三季度**DEX总成交量达\$47B**，为历史总成交量的4.2倍，较二季度环比增长1,155%；
- ⑤ 收益农耕带给参与者的高收益在短时间内吸引了大量流动性和用户，但**农耕收益下降是必然趋势**，热度褪去流动性增长也逐渐停滞；
- ⑥ 分叉项目发展初期与原项目抢夺市场，呈现“此涨彼跌”的趋势，但长期来看难以对原项目产生本质上的地位撼动；
- ⑦ 衍生品领域仍由合成资产主导。整体锁仓值较二季度增长169%，达\$293M，占DeFi总锁仓值比例由季度初的15%下降至季度末的7%，**九月下旬热度退潮趋势较借贷和DEX明显**。

DEFI 行业图景



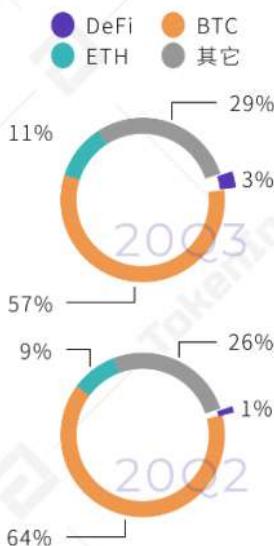
市场概览

市值与总锁仓值

三季度DeFi锁仓量增长500%，DeFi类项目市值占比季度环比增长200%

► 20Q2/Q3 市值占比

来源：CoinGecko, TokenInsight



DeFi类项目市值占比由二季度全市场市值的1%增长为3%。以太坊作为支撑DeFi生态的底层基础，市值占比由二季度全市场市值的9%增长为11%。比特币市值占比则受到挤压，跌至57%。

DeFi在三季度延续了二季度末的强势发展，**总锁仓量在三季度实现500%的增长**。从季度初的\$1.9B一路飙升至季度末的\$11.4B；而二季度DeFi锁仓量增长为168%。但**十月份DeFi市场相对冷清，锁仓量在经历波动后，月末锁仓与月初基本持平**。

由于大部分的DeFi项目目前仍然搭建在以太坊上，DeFi的火热导致了以太坊网络的拥堵。DeFi在本季度的表现易受事件的驱动，**持续出现的行业热点将以太坊交易手续费推上了历史高峰**。以下热点的出现推动了下图中本季度总锁仓值和以太坊交易手续费四次典型的上涨：

事件一：聚合器项目Yearn.Finance上线；

事件二：采用Rebase¹机制的DeFi实验性资产YAM上线；

事件三：Uniswap分叉Sushiswap上线；

事件四：Uniswap上线治理通证UNI。

► DeFi总锁仓值和以太坊手续费

来源：DeFiPulse, TokenInsight

¹通过控制货币供给的方式来稳定货币价格。如果实际价格高出目标价格，增加供给，反之降低供给。



DeFi项目表现

▶ 市值排名前十DeFi项目和种类分布

来源: TokenInsight, 2020/09/30



²此处回报率的计算均为比特币本位计价

“三季度新上线资产YFI回报率高达2,460%，市值前十的资产中一半资产表现超以太坊”

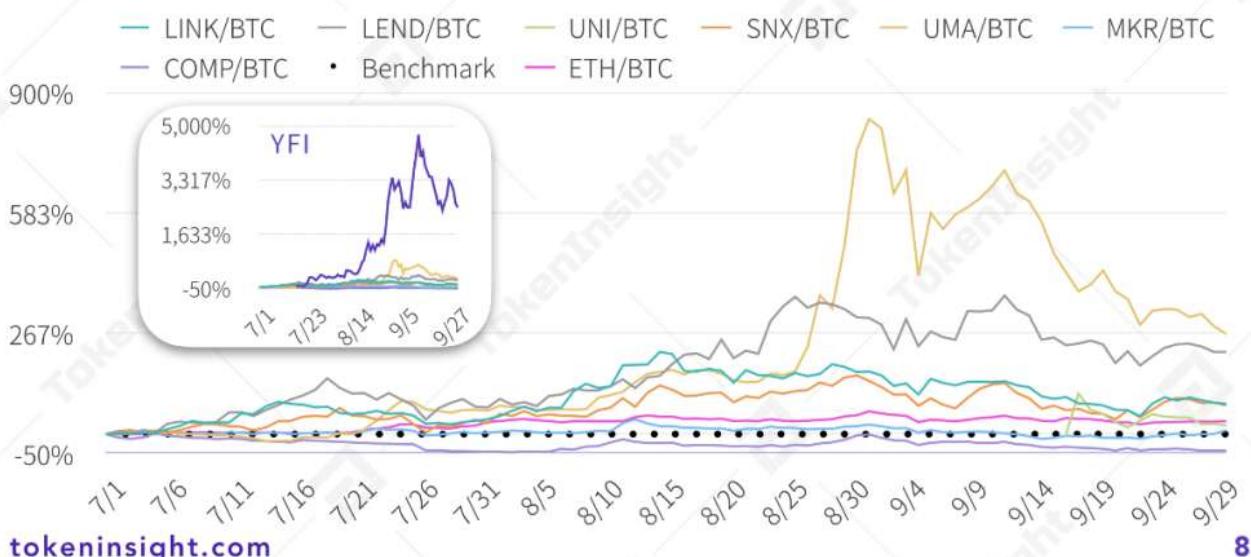
截至三季度底，DeFi市值排名前十的项目如左图所示。其中YFI与Uniswap为本季度新上线数字资产。Uniswap作为老牌DeFi交易类项目，其治理通证UNI在9月份的上线受到市场的热烈关注。而不同于Uniswap，Yearn.Finance为三季度推出的的新项目；Yearn.Finance作为聚合器，满足了流动性挖矿热潮中的市场追求最佳收益的需求，在三季度迅速崛起，回报率²高达2,460%。

在市值排名前十的DeFi项目中，预言机项目Chainlink长期处于市值第一的位置。借贷类项目锁仓值最高的三个项目Compound、MakerDAO、Aave市值均排名前十；而DEX类项目仅有Uniswap市值进入前十。

从回报率来看，市值前十（除YFI、稳定币DAI和价格锚定比特币的合成资产WBTC）的项目平均回报率为89%。除YFI外，UMA和AAVE同样表现不俗，回报率分别达263%和216%，超过DeFi整体市值增长（128%）。但借贷项目Compound回报率在本季度为-43%。同时，5种资产表现超过以太坊（34%）。

▶ 各资产价格表现

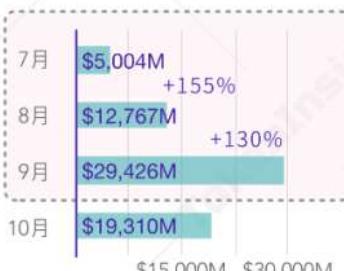
来源: CoinGecko, TokenInsight



去中心化交易所 (DEX)

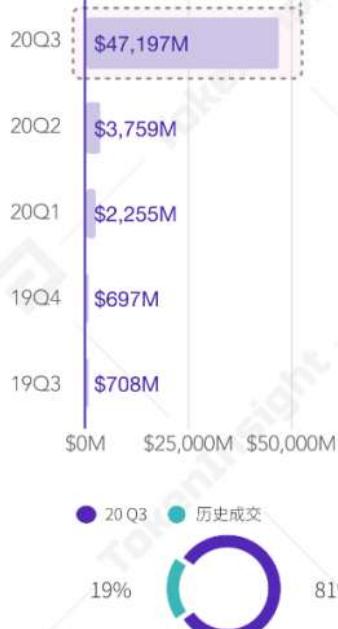
► 2017-10每月交易量

来源：DeBank, TokenInsight



► 19Q3-20Q3交易量

来源：DeBank,
TokenInsight



DEX总览

“DEX三季度成交量为其历史总成交量的4.2倍，较二季度环比增长1,155%，但九月下旬起交易量回落”

DEX在本季度站上行业风口，成交量、每日交易次数和用户数均迎来突破性增长。三季度DEX总成交量达\$47B，为DEX历史总成交量（2017 Q4至2020 Q2）的4.2倍，占DEX至今为止总成交量的81%；相较二季度环比增长1,155%，相较2019年三季度同比增长6,566%。

DEX的发展与DeFi在二季度末的整体崛起息息相关。同时，包括 Balancer、Curve、Uniswap在内的多个DEX项目从二季度末起相继引入由借贷项目首推的流动性挖矿，吸引了大量资金的涌入；而本季度DEX领域不断有新玩家入局，热点事件和项目的出现引爆市场。

从每月交易量看，七八九三个月交易量均出现倍数增长。7月份增长率与8月份增长率基本持平，分别为152%和155%；九月份增长放缓，但增长率仍达130%。然而，从九月下旬开始，DEX整体交易量出现回落，十月交易量下降34%。此外，三季度DEX交易量波动性极高，逐日成交量标准差为400M，远高于二季度（30M）。

► DEX交易量和交易笔数

来源：DeBank, TokenInsight



DEX交易笔数由季度初的60,148笔增长至季度末的172,875笔，增长相对稳定。与九月下旬交易量的明显回落不同，交易笔数在九月下旬下滑较小。该现象代表着小额交易的数量在九月下旬的增加，而同期活跃用户数的增长也代表着市场对DEX的持续关注。

“ 激烈竞争下行业格局变幻，交易集中度增加；DEX总体增长由AMM驱动 ”

► 20Q2/Q3 交易量前三 DEX交易量占比

来源：DeBank, TokenInsight



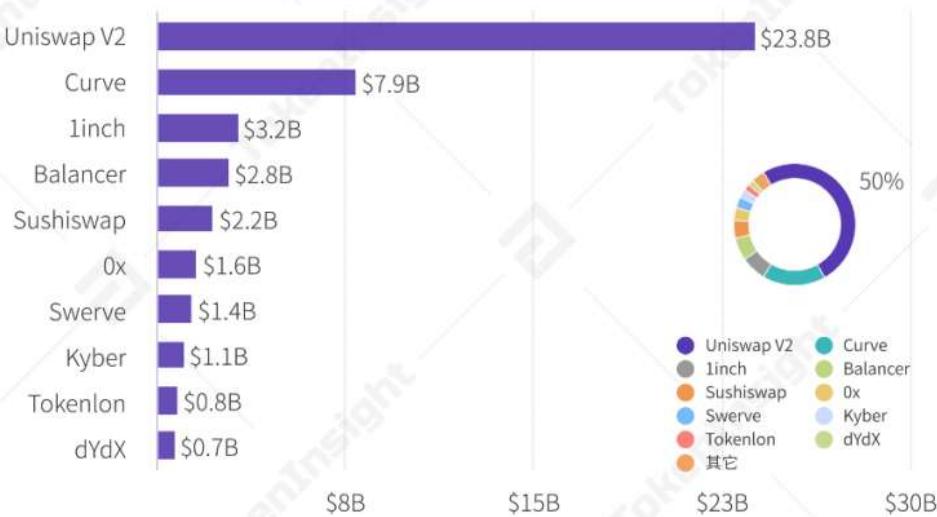
本季度成交量前十的DEX总交易量如下图所示。其中前三家交易所成交量占比达74%，前六家交易所成交量占比为88%，较2020年第二季度分别上升33%和17%。同时，前十的DEX中有7家为二季度成交量前十的项目，有2家（Sushiswap、Swerve）为本季度新上线的项目。排名第一的Uniswap V2市场占比过半。

在本季度DEX的飞速发展中，激烈的竞争同时存在。DEX的发展仍处于早期，一些推出较早并拥有较好用户声誉和知名度的项目（如Uniswap、Kyber）具备良好的扩张基础；但同时，DEX行业格局变化迅速，且该变化与项目本身和其引入的热点玩法高度相关。

在本季度新排入前十的3个项目中，Sushiswap为Uniswap的分叉，因引入当时Uniswap并不具备的流动性挖矿和治理通证而迅速挖去Uniswap大量流动性。Balancer同样受益于6月底推出的流动性挖矿；Swerve则是Curve的分叉。

► 20Q3 交易量前十DEX

来源：DeBank, TokenInsight



相比二季度，本季度交易量增长最高的三个项目为Balancer、Uniswap³和Curve，三者成交量增长分别达2,727%、2,197%、1,709%；其它DEX交易量增长均在10倍以下，低于均值。由此可见，本季度DEX交易量的增长主要由Uniswap、Balancer和Curve三个AMM驱动。

³此处统计数据为Uniswap V1和Uniswap V2总和

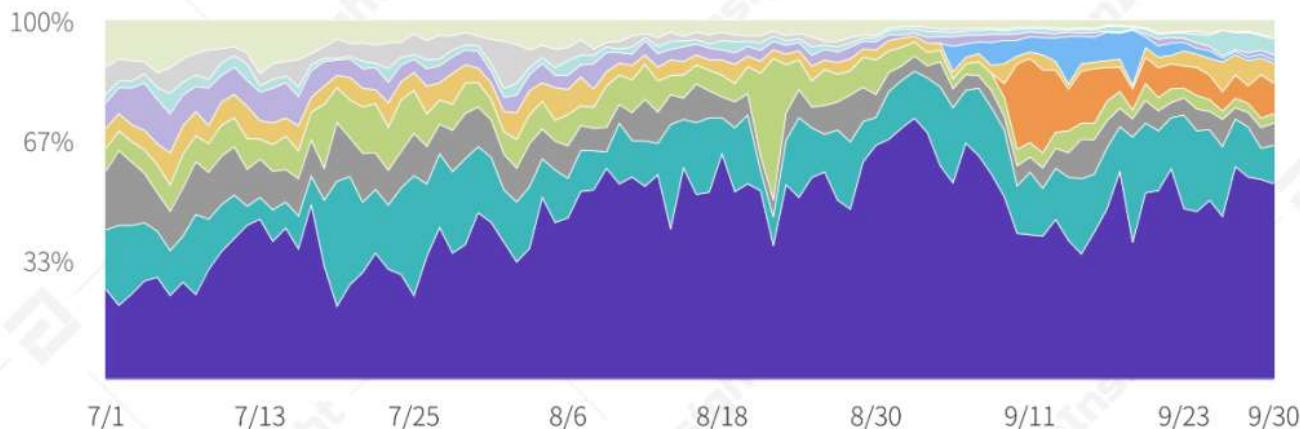
II 分叉项目抢占原项目市场份额

由交易量计算，三季度各DEX市场份额占比如下图所示。Uniswap在本季度发展强劲，挤占大部分其它项目的市场份额；而1inch、dydx、Curve、Kyber等项目的市场份额在本季度则呈现了缩减的趋势，季度末市场份额相较季度初减少了5%以上。

► 20Q3 DEX市场份额变动情况

来源：DeBank, TokenInsight

■ Uniswap V2 ■ Curve ■ 1inch ■ Balancer ■ Sushiswap ■ 0x ■ Swerve ■ Kyber
 ■ Tokenlon ■ dydX ■ 其它



► DEX和其分叉项目每日交易量变化对比

来源：DeBank, TokenInsight

■ Uniswap交易量每日变化率
 ■ Sushiswap交易量每日变化率



同时，值得注意的是，Uniswap市场份额虽增长强势，但其在其分叉项目Sushiswap推出后的一段时间内也曾遭受威胁。基于智能合约的开源性，分叉项目能够快速地对现有的成功项目进行快速复制，并通过对现有项目的属性进行调整以更好地满足用户需求而吸走原项目的流动性。

左图显示了在Sushiswap推出后的特定时期内，Uniswap与Sushiswap每日交易量变化率的对比。如图所示，在数个日期内，Uniswap和Sushiswap的交易量变化呈现出“此涨彼跌”的情况；与之类似，Curve和其分叉Swerve也呈现出相互抢夺市场的态势。Swerve的推出基于社区对于Curve通证分配公平性的不满，直指Curve受到质疑的通证供应机制和在通证上线之初发生的“预挖矿”事件。

Sushiswap和Swerve在本季度推出后交易量已分别达\$2.2B和\$1.4B，市场份额最高时曾分别达24%和15%，但从9月下旬起市场份额缩减，至9月底分别占8.4%和0.9%。其中Sushiswap份额在9月16日Uniswap推出治理通证UNI后直降6%。

自动做市商 (AMM)

- 20Q2-Q3 AMM/订单簿交易量占比

来源：DeBank, TokenInsight



- Uniswap、Curve、Balancer推出流动性挖矿前后锁仓量变化

来源：DeBank, TokenInsight



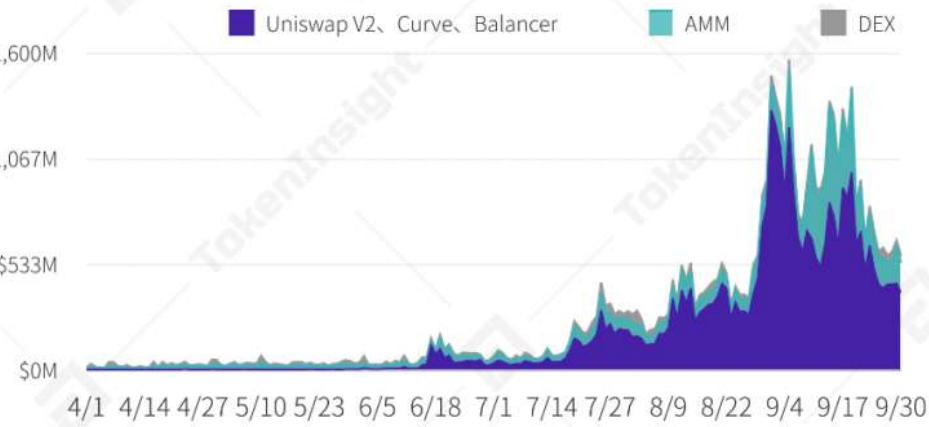
- “流动性挖矿推动AMM攀上巅峰，三季度AMM交易量占比较二季度上升24%；新玩家频频入局”

三季度无疑是AMM崛起的时刻。随着六月底引爆DeFi市场的流动性挖矿被各AMM相继引入，AMM交易量占比在三季度由二季度全市场DEX的70%上升为94%（\$44.6B）。

由下图可以看出，AMM的交易量在整个三季度代表了绝大部分的DEX交易量；而在AMM大部分的交易量又被Uniswap、Curve和Balancer占据。Uniswap V2、Curve、Balancer三个项目占AMM的市场份额由二季度的39%上升为三季度的77%。此数据表明在本季度刚迎来爆发的AMM，马太效应已初步显现，即便受到不断入局的分叉项目和新项目冲击，头部AMM仍然具备稳固自身优势的能力。

► 20Q3 DEX交易量变动情况

来源：DeBank, TokenInsight



同时，Uniswap V2、Curve和Balancer的发展均受益于流动性挖矿。三个项目在推出治理通证或引入流动性挖矿后交易量、锁仓量和用户数均得到增长。左图展示了三个项目在上线流动性挖矿前后锁仓量和用户的增长情况。其中Curve锁仓量增长最为明显，为208%；用户增长最为明显的则是Balancer，为140%。

有趣的是，在九月份交易量缩减的下行行情中，Uniswap V2、Curve、Balancer相对AMM和DEX的占比也出现下跌。九月下旬占比跌为AMM的73%；但十月份三大DEX市场份额回弹至80%。

新玩家

AMM在本季度强劲的发展势头引得新玩家不断入局。**在本季度新上线的DeFi项目中，采用AMM模式的DEX占多数。**除前文提过的分叉项目外，新上线其它项目展现出以下几点特征：

1. 通过对算法和机制的调整改善AMM面临的无常损失的痛点，同时致力于提高AMM流动性和降低滑点。如DODO、Blackholeswap；
2. 针对以太坊网络拥堵、交易手续费高的痛点，在非以太坊公链上搭建应用或将以太坊上的应用同时整合在其它公链上。如Serum、Mooniswap；
3. 新AMM集中在八九月份上线，所有项目均在上线初期启动了流动性挖矿以吸引用户和流动性；
4. 部分项目瞄准细分市场，如专注稳定币交易的BlackHoleswap。

▶ 部分新入场AMM

来源：TokenInsight

AMM	公链	上线时间	特色	流动性挖矿
 Sushiswap	以太坊	8月28日	Uniswap分叉；初期提供十倍代币激励	是
 Swerve	以太坊	9月5日	Curve分叉；通证完全由社区拥有	是
 DODO	以太坊&BSC	8月15日	旨在通过PMM算法降低滑点，减少AMM一大痛点：无常损失	是
 Mooniswap	以太坊&TRON	8月11日	1inch推出的AMM，旨在降低滑点，提高LP收益	是
 Serum Swap	Solana	8月29日	针对以太坊手续费高开发的非以太坊应用，支持跨链交易	是
 CoFiX	以太坊	10月9日	强调风险量化，旨在实现极低滑点	是
 BlackHoleSwap	以太坊	8月14日	专为稳定币交易设计，旨在提高流动性，降低滑点	是

“DODO基于主动做市商（PMM）算法，模拟人类做市商行为主动做市，以提高资金流动率，降低滑点。”

DODO
代世超

“Injective链是专门基于去中心化订单簿交易所设计的，目的是做出一个用户体验与CEX相似的DEX。”

Injective Protocol
Eric Chen

收益农耕、分叉和模因（MEME）

“新玩法频出，模因和实验性项目在本季度受到社区的广泛关注，对整个DeFi生态造成较大影响”

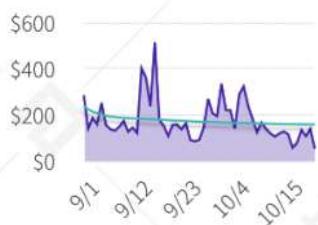
各类DeFi项目纷纷推出治理通证的同时，项目对于治理通证分配的具体实施模式也在发生改变。治理通证的分配从流动性挖矿延伸为了交易挖矿，收益农耕（Yield Farming）浪潮席卷市场。

最早推出流动性挖矿的DEX平台Balancer将其治理通证BAL分配给在流动性挖矿期间为其资金池提供流动性的用户（LP）；而当Uniswap在九月上线治理通证UNI时，UNI被分配给了任何在九月前在其平台上提供过流动性或执行过交易的地址。本季度新上线的Mooniswap也同时支持流动性挖矿和交易挖矿。

▶ Balancer LP收益

来源：Dune Analytics, TokenInsight

■ Revenue/LP



收益农耕将手续费和治理通证奖励给参与者，其带给参与者的高收益能够在短时间内吸引大量流动性和用户，但收益农耕的高收益并非是长期可持续的，随着热度褪去，流动性增长逐渐停滞，用户收益的下降是必然趋势。如左图所示，以Balancer为例，其LP平均收益在9月份后呈现出下降的趋势。

分叉和模因（MEME）

三季度出现的几个分叉项目成为了DeFi的热点，前文分析了两个DEX分叉项目对原项目的冲击。但值得注意的是，分叉项目的热度通常局限于一时，长期来看难以对原项目进行本质上的地位撼动。

同样博得社区关注的还有各类模因和实验性项目。市场情绪在收益农耕的高回报下发挥到极致，在YAM打开大门后，各类以食物命名的项目纷纷登场（如Sashimi、Hotdog、Kimchi等）。其中多个MEME项目为DEX并和Uniswap相关，主要向Uniswap的LP分配项目原生的治理通证。

但需要注意的是，高收益伴随着高风险，分叉和MEME项目问题频频。YAM推出后不久便出现智能合约的Rebase故障；Sushiswap创始人在项目推出不久后抛售全部个人持有的SUSHI，导致SUSHI价格大跌；更是有项目在上线几分钟后迅速“归零”。

衍生品

“9月份起衍生品锁仓跌落明显，合成资产类项目主导衍生品市场，部分项目将目光瞄准合约赛道”

► 20Q3 衍生品、DEX、借贷锁仓值占比

来源：DeFiPulse，
TokenInsight

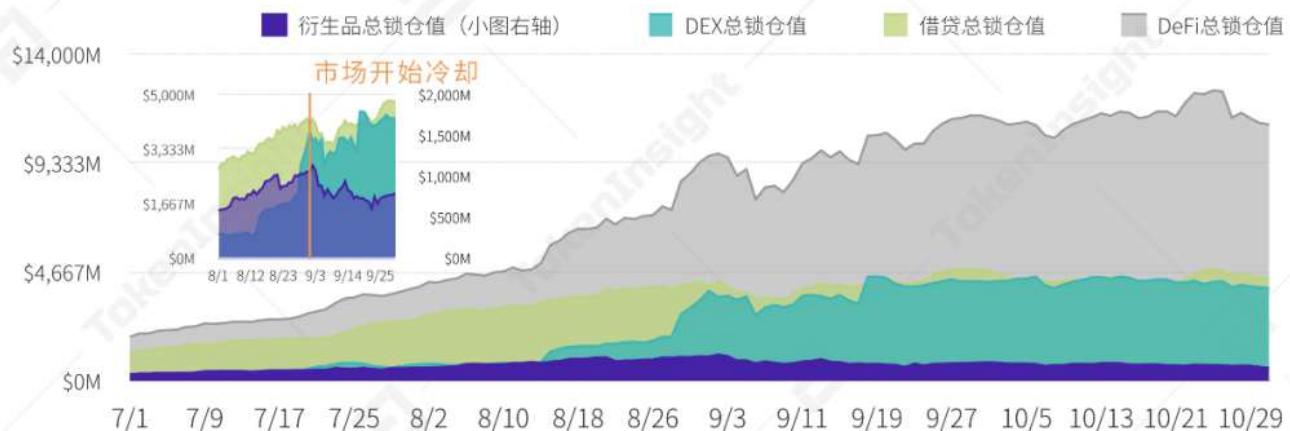


DeFi衍生品市场主要由合成资产、保险、预测和合约组成。相比起DEX和借贷，衍生品领域较为小众。虽然衍生品在DeFi整体发展的背景下，总锁仓值在三季度由\$293M上升至\$791M，增长169%（行业整体增长500%），但受DEX和其它项目迅猛发展的影响，衍生品类项目的总体锁仓占比有所下降。三季度衍生品锁仓占比由季度初的15%下降至季度末的7%。

和DEX在8月份正式迎来起飞不同，衍生品的增长趋势和借贷类项目更为相似。衍生品从今年6月开启了锁仓量稳步攀升；同时，在9月份起DeFi市场开始逐渐冷却的过程中，衍生品领域的热度退潮比借贷和DEX更为明显。十月份衍生品锁仓值下降26%至\$575M，而同期DEX和借贷锁仓值变化分别为-7%和-4%。

► 20Q3 衍生品、DEX、借贷和DeFi整体锁仓值变化

来源：DeFiPulse，TokenInsight



从项目角度来看，目前衍生品领域仍由合成资产类项目（Synthetix、UMA）主导。由下图锁仓量前三⁴的衍生品项目锁仓量变化可知，Synthetix九月份锁仓量的下降直接导致了衍生品领域整体锁仓的下降；保险类项目Nexus Mutual八月份起表现强势，九十月份多数时间内锁仓量也能维持\$70M以上的水平。

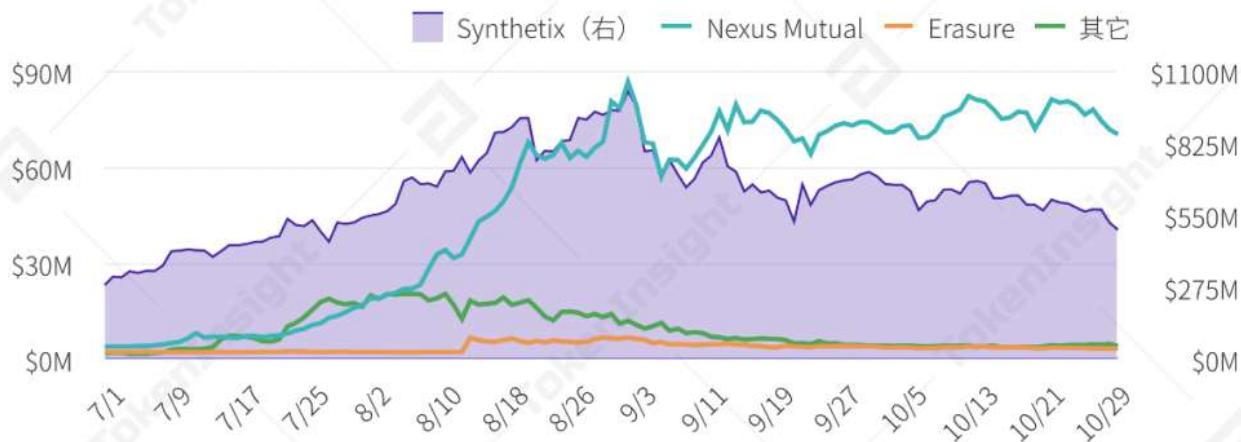
此外，合成资产类项目UMA在三季度表现抢眼，通证UMA价格从季度初的\$1.92增长至季度末的\$9.42，增长达390%。在九月初一度超越三季度最大DeFi黑马yearn.finance，成为市值仅次于Chainlink的第二大DeFi项目。但由于UMA在提供合成资产的同时也提供喂价功能，故

⁴此处统计包括1个合成资产项目（Synthetix），1个保险项目（Nexus Mutual），2个预测项目（Erasure、Augur），4个合约项目（Opyn、MCDEX、ACO、Opium Network）

此处对于衍生品项目的统计不对其进行覆盖。

► 20Q3 衍生品锁仓值前三项目

来源：DeFiPulse, TokenInsight



► 去中心化合约平台

来源：TokenInsight

AMM	产品	上线合约
Injective Protocol	永续和差价合约 (CFDs)	尚未上线
MCDEX	永续合约	4月
Hegic	期权	4月
Opyn	期权	2月
DerivaDex	永续合约	7月

合约市场

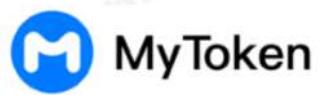
传统金融市场衍生品种量达现货的十几倍，数字资产市场中心化交易所衍生品成交量也在三季度成功出现日交易量超越现货的情况⁵。与此相比，去中心化衍生品，尤其是各类合约在DeFi生态中的地位目前则显得较为弱势。

在三季度DeFi蓬勃发展，现货DEX竞争激烈且头部DEX展现出份额垄断的背景下，不断有DEX将目光瞄准了去中心化合约市场，去中心化衍生品产品种类不断得到丰富。现货DEX平台dYdX继六月份上线比特币永续合约后，于8月份上线了以太坊永续合约；MCDEX则是主要专注于永续合约市场；Injective Protocols早在2018年便开始了项目规划，但其直至后来才明确其衍生品交易的市场定位。

由于去中心化合约定价的难度和当前的实际市场需求，目前提供去中心化合约交易的项目普遍仍处于发展早期，但其未来发展潜力已受到部分从业者的认可，不乏投资机构对此版块进行布局。去中心化合约产品主要为永续和期权，且目前支持永续交易的去中心化平台大多为订单簿模式的DEX，如dYdX、Injective Protocol和DerivaDEX；但也有支持AMM模式的平台如MCDEX。和现货DEX一样，订单簿模式的去中心化合约平台在产品定价上依赖于预言机的使用；在MCDEX的AMM机之中，定价则更为复杂。

⁵详情请见TokenInsight出具的《2020 Q3 数字资产衍生品交易所行业研究报告》

媒体支持





本报告基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不对该等信息的准确性及完整性作出保证。在任何情形下，本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，并不构成投资建议，并非可作为买卖、认购通证或其它金融工具的邀请或保证。本报告所载的意见、评估及所示风险等级自本报告出具之日起至下一调整日前有效。在不同时期，本公司可能发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。TokenInsight Inc.将持续跟踪报告相关标的，定期或不定期根据跟踪情况决定是否调整相关观点，并及时对外公布。

本公司力求报告内容客观、公正，结论不受第三方的授意或影响。在自身所知情的范围内，TokenInsight Inc.(包括 TokenInsight 项目组成员以及内容审查委员会)与本报告所指标的不存在任何影响其本身客观、独立、公正的关联关系。

参与投资活动可能引发价值变动及流动性等风险。投资者应当充分考虑自身特定状况、理解投资风险，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的直接或间接损失，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、引用或再次分发他人等形式侵犯本公司版权。

TokenInsight Inc.

Find, Create, and Spread Value in Blockchain.

获取最新区块链行业数据研究报告

网站链接 www.tokeninsight.com

合作邮箱 bd@tokeninsight.com

其他联系方式

官方微博账号 Tokenin

官方 Twitter TokenInsight

官方微博 TokenInsight

官方 Telegram 中文电报群 [http://t.me TokenNameInsightChinese](http://t.me	TokenNameInsightChinese)



2020

DeFi 行业

研究报告 II

November 2020

TokenInsight Research
research@tokeninsight.com



TokenInsight.com
bd@tokeninsight.com

Find, Create, and Spread Value in Blockchain.

 **TokenInsight**

The TokenInsight logo consists of a stylized diamond shape followed by the company name in a bold, sans-serif font.

行业声音



DeFi项目应该不断完善自身产品，重视安全问题，把“内功”打好。DeFi从业者应该避免重复性产品，带着生态化的思维不断建设并完善整个DeFi生态系统。



DeFi目前最适合大额、低频的场景，比如借贷，但交易场景还不够成熟。性能问题是问题但不是最核心的问题，是幸福的烦恼。



今年DeFi经历了很多，开局不是很好，但未来一定是没有问题的。新的金融架构在重新搭建，DeFi是新的金融底层，但目前体量还较小，发展需要时间。



DeFi是一个全新的市场，有很多不错的项目，在解决差异性以及安全问题后DeFi会走向更成熟的阶段。同时如何实现与现实世界经济的连接也是需要思考的问题。



数字资产行业仍处于发展初期阶段，我们相信它将改变金钱和互联网，因此每个项目都有很大的成长空间。我们更关注能够吸引主流用户的用例和项目。



DEX在安全性、透明度以及可组合性等方面上明显优于CEX。同时发展过程中也面临着诸多问题，比如用户体验差、资产种类较少、速度慢等。

前言

Overview

DeFi “乐高”属性在Q3充分发挥，不同项目互相依赖共同成长。

在DeFi崛起的浪潮中，在高收益的收益农耕（Yield Farming）驱动下，资产锁仓值增长高达500%；部分DeFi资产价格的急剧增长；以太坊被堵的水泄不通，交易手续费疯涨；部分项目治理通证的发行和分配赋予社区和参与者更多的话语权。

自动化做市商（AMM）站上风口，推动去中心化交易所（DEX）总成交量达\$47B；Uniswap占据市场主导地位，季度交易量环比增长超2000%，交易量媲美部分头部中心化交易所。

DAI依旧是DeFi领域需求最强的稳定币，在收益农耕的刺激下发行量超越PAX和BUSD，增长超500%。**收益聚合器（Aggregator）yearn.finance成为最大黑马，**锁仓至季度末翻近百倍，治理通证YFI价格超越比特币，一跃成为最昂贵的数字资产。

分叉项目和以食物命名的实验性资产在三季度吸引眼球，在快速聚集大量流动性的同时也饱受争议。YAM出现智能合约故障，Hotdog上线后迅速“归零”，YFII在受到社区指责后却表现良好。

比特币继续向以太坊转移，成为DeFi生态的一块乐高积木。WBTC需求旺盛，发行量超10万；去中心化衍生品市场产品日渐丰富。行业中各板块相互拼接组合，激发出源源不断的创新和想象，让我们看到了一个开放的、无需许可金融生态的魅力。

随着市场狂欢下积聚的泡沫逐渐破碎，九月下旬起DeFi开始热度退潮，经历十月回调式的冷清后，十一月再次呈现出蓄势待发之态。

而无论市场如何变化，经历起落的DeFi终将逐步屏蔽“噪音”，**在不断建设、夯实底层金融设施的基础上，沉淀出更多用户需要的、有价值的创新。**

目 录

Content

要点总结	5
行业图景	6
借贷	7
借贷协议总览	
MakerDAO、Compound、Aave	
聚合器	
稳定币与合成BTC	13
预言机和资产管理	15
非以太坊DeFi	18
未来展望	19

要点总结

- ① 借贷领域季度末锁仓值**较季度初增长294%**，清算额为二季度的10倍；
- ② 九月下旬起**MakerDAO表现强势，重回锁仓值榜首**，借贷垄断程度低于DEX，且整体行业已能够产生较为稳定的现金流；
- ③ 第三季度以太坊上去中心化稳定币发行量占比上升4.18%，**DAI的发行量上涨527%**，发行量在10月底达9亿美元；
- ④ **DAI、USDT、USDC为DeFi中未偿还债务最高的资产**；
- ⑤ WBTC锁仓量可以头部DEX和借贷项目媲美，九十月份锁仓值变化远优于DeFi整体水平；
- ⑥ 聚合器yearn.finance第三季度**锁仓值翻97倍**，YFI价格上线仅两周价格超过比特币，成为最贵的数字资产；
- ⑦ 预言机维持“一超多强”竞争格局，DeFi发展直接影响预言机使用量；
- ⑧ 资产管理类项目收到流动性挖矿和收益聚合器项目崛起的冲击，资管协议锁仓值占比持续下降；
- ⑨ 其它公链积极建设DeFi，但以太坊DeFi生态仍旧占据绝对优势。

DEFI 行业图景



借贷

借贷总览

II 借贷领域三季度波动性低于DEX，收益农耕导致DAI需求增长，七八月末偿还DAI占比攀升

► 20Q3 锁仓量增长情况

来源：DeFi Pulse,
TokenInsight



DEX在三季度发展势猛，挤压借贷类项目锁仓值在DeFi生态中的占比；但借贷作为长期以来DeFi生态中占据最大锁仓量且发展相对成熟的领域，三季度总锁仓值依然有所增长，与季度初相比，季度末借贷锁仓值增加294%，远低于DEX（1473%）。同时，十月份借贷锁仓值下跌4%，少于DEX锁仓值下跌（7%）。**借贷三季度起波动性小于DEX。**

根据TokenInsight Research统计⁶，二季度起借贷类项目借款量和资金供应量如下图所示。由图可知，自6月下旬Compound开启流动性挖矿后，借贷平台的借款量和资金供应量都快速增长；同时，借款量占资金供应量的比例在三季度发生多次大波动。

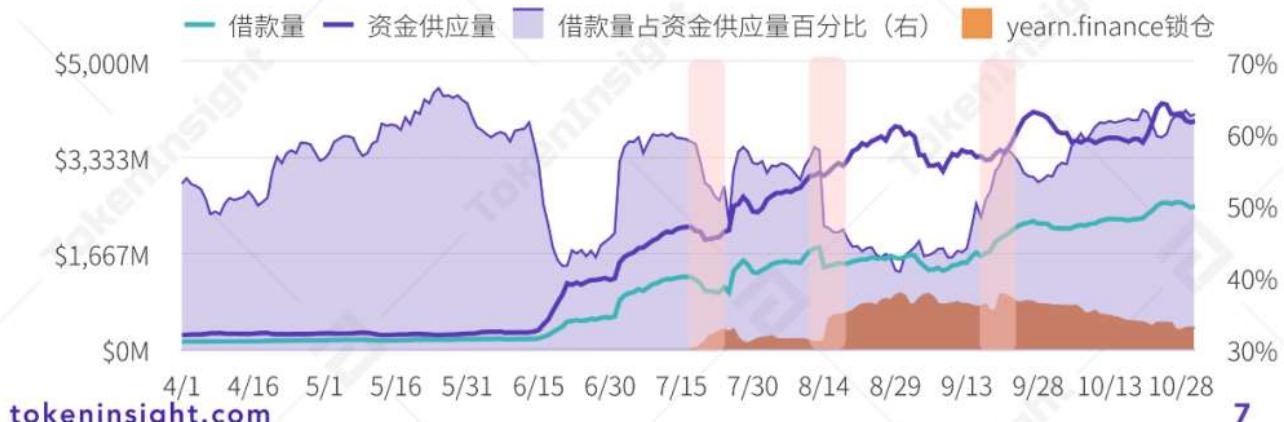
借款量占资金供应量比例的大波动意味着在该时间段内借款需求或资金供应量发生较大改变，由行业事件引发。下图三季度借款量占比发生几次大的波动时，聚合器yearn.finance的锁仓量也存在相应的波动。事实上，yearn.finance推出的收益农耕开启了连环流动性挖矿的玩法，挖矿过程涉及不同DEX，使用户最终收益极高。用户可通过从MakerDAO和Aave等借贷协议借出DAI参与收益农耕，也因此推动稳定币DAI的需求。

⁶此处统计范围为六个借贷项目
(MakerDAO、Compound、
Aave、dYdX、DDEX、Nuo)

总而言之，DeFi货币乐高属性在三季度充分发挥，借贷协议在本季度的发展与各DEX推出的流动性挖矿和yearn.finance的出现息息相关。

► 借贷协议借款量占比与yearn.finance锁仓对比

来源：DeBank, DeFiPulse, TokenInsight



► 7-10月借贷未偿还债务

来源：DeFi Pulse，
TokenInsight



三季度起借贷领域未偿还债务攀升，十月份未偿还债务增长放缓，**未偿还债务由7月初的0.54B增长至10月底的2.55B，增长370%**。DAI作为DeFi需求量最大的稳定币资产，在6月份Compound流动性挖矿后占比受到冲击，六月平均占比63%，最低时仅占32%；但**随着七月份yearn.finance收益农耕的出现，平均占比攀升至七月份的77%和八月份的82%**，九月份收益农耕热度下降，DAI占比也降至74%。十月份DeFi热潮消退，DAI主导性恢复至DeFi热度爆发前（80%以上）。

► 未偿还DAI占比

来源：DeFiPulse, TokenInsight



“ 市场情绪高涨下清算额翻10倍，Aave8月清算额超越其它任意项目的历史总清算额

► 20Q3/Q2 清算额对比

来源：DeBank, TokenInsight



从清算额来看，**三季度，尤其是七八月份，是借贷协议清算额的高峰，三季度总清算额达二季度的近10倍**。极高的清算额也反映了三季度市场极度的不理性和非理性。从项目来看，Aave清算额远超其它项目，三季度Aave清算额高达\$47M，占三季度总清算额的49%，并超过其它任意项目的历史总清算额。

► 2020年上半年DeFi主流借贷平台清算额

来源：DeBank, TokenInsight



MakerDAO、Compound、Aave

► DEX和借贷头号项目三季度主导性⁷

来源：DeBank，
DeFiPulse, TokenInsight



⁷DEX主导性通过交易量计算得来，
借贷主导性为平均锁仓值占比

“ MakerDAO重回锁仓值榜首，借贷垄断程度低于DEX，且整体行业已能够产生较为稳定的现金流”

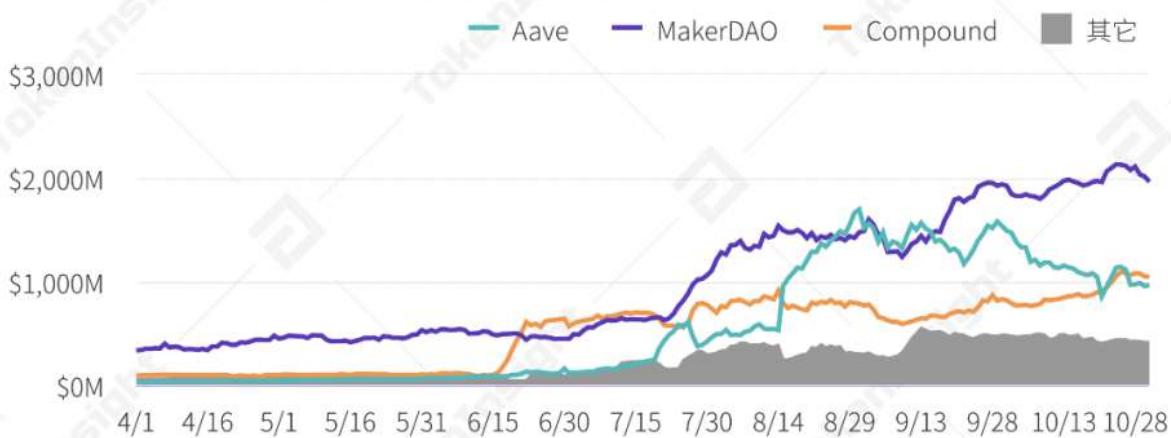
在整个DeFi崛起的浪潮中，借贷锁仓竞争可谓风云变幻、你争我夺。Compound和Aave的异军突起使得DeFi借贷颇具“三强鼎立”之势。

由下图细分的项目锁仓值可知，与DEX相反，自六月下旬起，借贷类三季度单个项目垄断的现象减轻，MakerDAO市场主导地位减弱。但9月下旬起MakerDAO表现相对强势，重回锁仓值榜首，并在十月与其它项目锁仓值差距越拉越大。十月底MakerDAO锁仓值为\$1962M，为Compound (\$1,047M) 和Aave (\$966M) 锁仓值约两倍的。Aave在经历了七八月份的迅猛增长后在九月份逐渐势颓；Compound从三季度起锁仓值波动相对较小。

从锁仓值增长来看，三季度MakerDAO、Compound、Aave锁仓值分别上涨335%、1236%和47%。十月份Aave锁仓值下降35%，而MakerDAO和Compound分别增长2%和28%。

► 借贷协议锁仓值变化

来源：DeFiPulse, TokenInsight



MakerDAO、Compound、Aave在机制和运营策略上各有特色，但不可否认的是，三个项目目前均已发展出相对成熟的商业模式，能够产生稳定的现金流并将收入回馈给项目原生通证的持有者。

MakerDAO的收入为向流通中的DAI计提的稳定费，而流通中的DAI由

“MakerDAO想做真正的无抵押信用贷款，将实体资产搭到链上进行整合，并进行授信。”

MakerDAO

潘超

⁸闪电贷借款和还款需在同个区块的时间内完成，允许用户进行无抵押贷款

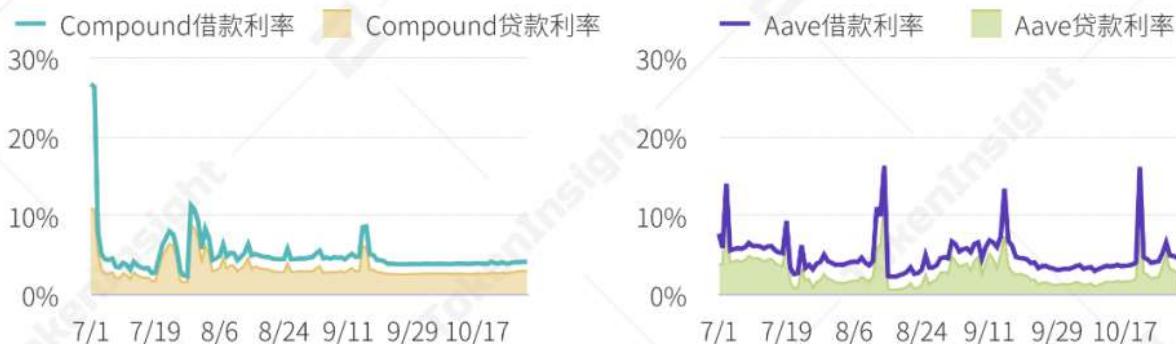
用户将协议接受的资产进行超额抵押生成。MakerDAO通过将稳定费收入用于其原生通证MKR的销毁而将收入回馈给MKR持有者，上文所述三季度未偿还DAI的增长利好MKR价格。**MakerDAO的机制和DAI在去中心化稳定币中的霸主地位使其在借贷生态中具备天然优势。**

Compound和Aave的模式和MakerDAO不同，类似于商业银行对于流动性的吸纳，用户通过将资产锁入资金池进行超额抵押，从而可借出其他用户存入的资产，但所有程序由智能合约执行。**利率收益将分配给流动性提供者和治理通证持有者。**而Aave的特点在于闪电贷⁸和涉及链下法律流程的点对点Credit Delegation借贷等差异性特征。

下图显示七月份起Compound和Aave的综合借贷利率变化。由图可知Aave利率波动性大于Compound，同时Aave平均借贷利率差也大于Compound。各协议间利率的不同催生了市场对聚合器的需求。

► Compound和Aave综合借贷利率

来源：DeFiPulse, TokenInsight



同时，三季度MKR治理不断调整DAI债务上限、稳定费等参数。基于激增的DAI需求，DAI的债务上限从7月的2.54亿上升为9月份的14.56亿；而继七八月稳定费⁹为0%后，九月份稳定费被调整为最低2%，大部分抵押资产稳定费在2%-4%之间。同时，DAI存款利率被保持为0%，以刺激DAI的市场流动性，在DAI高需求的背景下维稳币价。

三季度Compound持续了六月份的流动性挖矿，借款和贷款方均能获得平台治理通证；Aave虽然尚未推出流动性挖矿，但其在三季度发布的Aaveconomics提案中计划了流动性挖矿的上线，同时其治理通证LEND已在9月被100: 1地转换为AAVE。

此外，头部借贷项目发挥行业领导者的优勢，推动行业整体创新变革，如MakerDAO、Aave已开始了对引入现实资产的讨论。

⁹稳定费根据抵押资产的不同而异，七八月份除MANA外，其它抵押资产稳定费均为0%。

聚合器

“最大黑马yearn.finance三季度锁仓值翻97倍，YFI价格最高达\$43,337，多个基于YFI的分叉项目出现”

前文讨论了各DeFi平台利率的差异催生市场对聚合器的需求。yearn.finance作为将聚合器概念推入主流视野的首个项目，为用户提供最佳收益的信息。yearn.finance起步于允许用户通过将Balancer的存证BPT和Curve的存证yCRV放入其管理页面而赚取yearn.finance原生治理通证YFI；而将资产存入Balancer或Curve流动性池的行为本身便可为用户带来利率收益和DEX平台的治理通证。用户因此能够进行流环挖矿，最大化收益，收益农耕也因此被引爆。

YFI二级市场价格在八月份超越比特币，九月中旬一度高达\$43,337，并在较长一段的时间内维持了价格最高的数字资产的地位。同时，和上线时相比，截至九月底yearn.finance锁仓值增长9712%。

► YFI锁仓值和YFI价格

来源：DeFiPulse, TokenInsight



Yearn.finance在三季度的成功使其创始人和项目本身开始了对更多服务和产品（如保险yinsure）的尝试。同时，基于yearn.finance的分叉不断涌现，YFII、YFIII等项目如雨后春笋。此类项目在二级市场被炒到极高的价格（YFII最高价格\$8,548），但实际上和YFI相比，基本只对通证供应机制做了调整。

和其它分叉项目类似，YFI分叉在引发社区狂欢的同时也引起担忧。也因此Balancer在七月底屏蔽了YFII。

新玩家

借贷项目的核心之一在于借贷利率，聚合器通过帮助用户寻找最佳利率的平台执行交易而完成其为用户最大化收益的任务；而DEX的核心在于流动性和滑点，DEX聚合器的任务是帮用户寻找滑点低并且资产交易价格最优的交易平台。在yearn.finance获得成功的同时，**更多的聚合器项目也被推出。**

下表展示了5个三季度以来新入场的聚合器。在新推出的聚合器服务中，**DEX聚合居多**。其中Matcha为订单簿式DEX 0x推出的DEx聚合器，dForce Trade也为原有的DeFi协议推出的DEX聚合器产品。dForce Trade和Bella Protocol均得到中文社区的支持；所有项目均搭建在以太坊上。

▶ 新入场聚合器

来源：TokenInsight

DeFi	服务	公链	上线时间	背景或特点
Matcha	DEX聚合	以太坊	七月	0x推出，自称集合所有DEX平台
dForce Trade	DEX聚合	以太坊	十月	dForce推出的流动性协议产品
Bella Protocol	现有DeFi协议聚合	以太坊	九月	将现有DeFi协议整合至“一键式”操作界面，主打提高用户操作便捷性
Dabby Finance	借贷聚合	以太坊	八月	运行机制和yearn.finance类似
Orion Protocol	DEX聚合	以太坊	七月	Orion Terminal集成中心化和非中心化交易所提供流动性

“挖矿需求产生了聚合器产物，聚合器帮助用户节省了gas费、时间，并增加用户收益。”

Bella Protocol
Felix Xu

“未来我们将形成资产协议、交易协议、借贷协议互相加强的网络效应，以小生态方式来做DeFi。”

dForce
杨民道

稳定币与合成BTC

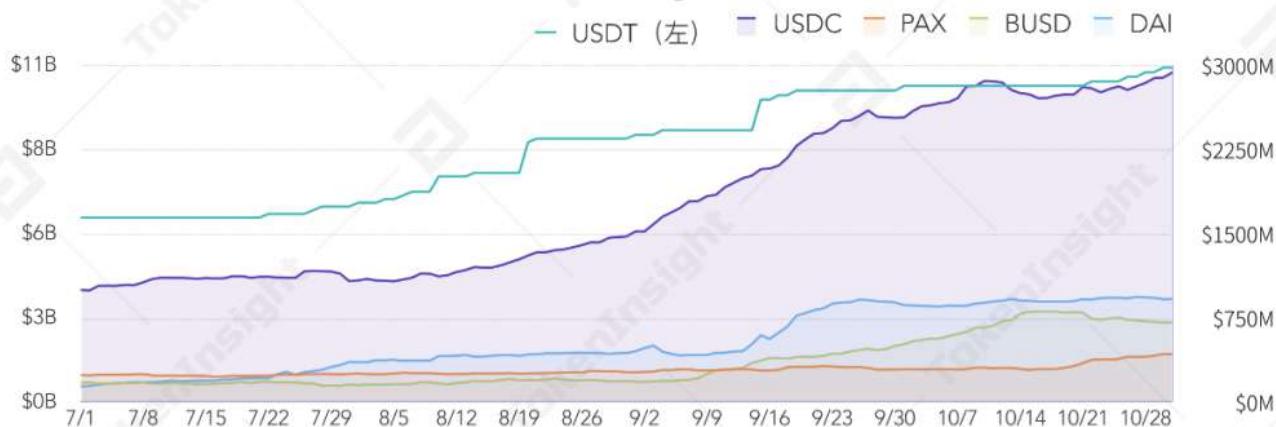
“以太坊上去中心化稳定币发行量占比上升4.18%，DAI、USDC和USDT为DeFi生态中需求最大的资产”

尽管稳定币市场一家独大，USDT发行量远超其它稳定币，同时中心化稳定币的发行量长期以来远超去中心化稳定币，但受益于DeFi崛起，三季度去中心化稳定币，尤其是DAI发行量也迎来较好的增长（527%）；同期USDT和USDC发行量增长分别为68.7%和152.8%。

DAI三季度发行量由七月初的\$142M增长为九月底的\$891M，由下图可以看出，DAI的发行量在7月YFI收益农耕推出后开始超越PAX和BUSD；同时，USDC发行量也从七月份起开始了攀升。五大稳定币资产中，PAX受DeFi热潮的影响最小。

▶ 五大稳定币发行量

来源：DeBank, TokenInsight



▶ 去中心化稳定币发行量占比

来源：DeBank, TokenInsight



总体来看，去中心化稳定币发行量占比自6月份起上升明显，**10月底占比达6.17%**，较DeFi热度爆发前的5月底上涨4.18%。其中7月份单月增长尤为明显，达3.16%。

从去中心化稳定币的种类来看，除DAI外，合成资产项目Synthetix发行的sUSD和今年五月底刚上线的去中心化稳定币项目mStable发行的mUSD三季度发行量增长较高，分别达209%和168%。

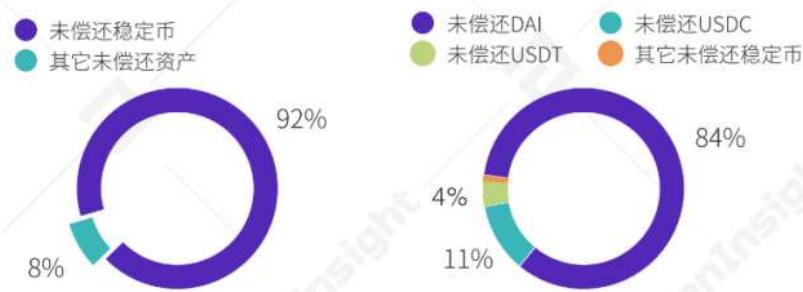
DeFi生态中需求量最大的资产为DAI、USDC和USDT，三者未偿还债务量长期稳居前三。前文对DAI的未偿还债务做了详细分析。

TokenInsight Research对39种抵押资产（含7种稳定币）做了统计，

三季度未偿还稳定币资产占据了DeFi整体未偿还债务的92%；而在未被偿还的稳定币中，DAI、USDC、USDT分别占了84%、11%和4%。

► 未偿还资产种类分布

来源：DeFiPulse, TokenInsight

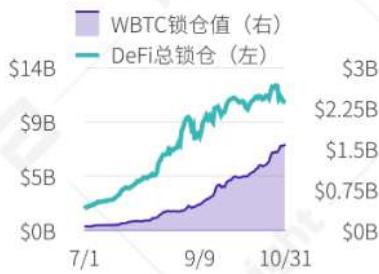


“QIAN希望能有所突破，让产品更符合链上业务逻辑的玩法，并做出更符合东方用户使用习惯的稳定币。”

QIAN
雷宇

► WBTC TVL

来源：DeFiPulse, TokenInsight



“ WBTC锁仓量可与头部DEX和借贷项目媲美，九月份锁仓值变化远优于DeFi整体水平

合成BTC为以太坊上1:1锚定BTC的通证，满足了用户将BTC带入以太坊上流通，参与DeFi生态的需求。合成BTC包括WBTC、renBTC等，WBTC为DeFi锁仓值前五的项目中唯一一个非DEX或借贷类的项目。

同时，与DeFi整体锁仓从九月份起明显放缓不同，WBTC锁仓值在DeFi热度逐渐冷却的过程中依然保持了高增长，九月份锁仓值月均增长分别为139%和60%，高出同期DeFi整体锁仓值变化121%和62%。

但是，除WBTC外的其它合成BTC资产却并未保持如此强劲的势头；其它合成BTC资产锁仓值变化走势与DeFi整体锁仓值更加吻合。也因此，WBTC在所有合成BTC中的份额占比从7月初的74%，上升为了十月底的79%。

预言机和 资产管理

“预言机维持‘一超多强’竞争格局，DeFi发展直接影响预言机的使用量”

预言机作为喂价工具，是DeFi运作必不可少的基础设施。去中心化预言机在三季度保持了“一超多强”的竞争格局；Chainlink作为去中心化预言机的市场先行者，虽然在三季度受到看空和质疑，但其在DeFi生态中拥有的较好的网络关系使其稳坐去中心化预言机头把交椅的位置。Chainlink市值也长期维持了DeFi项目中的第一位。

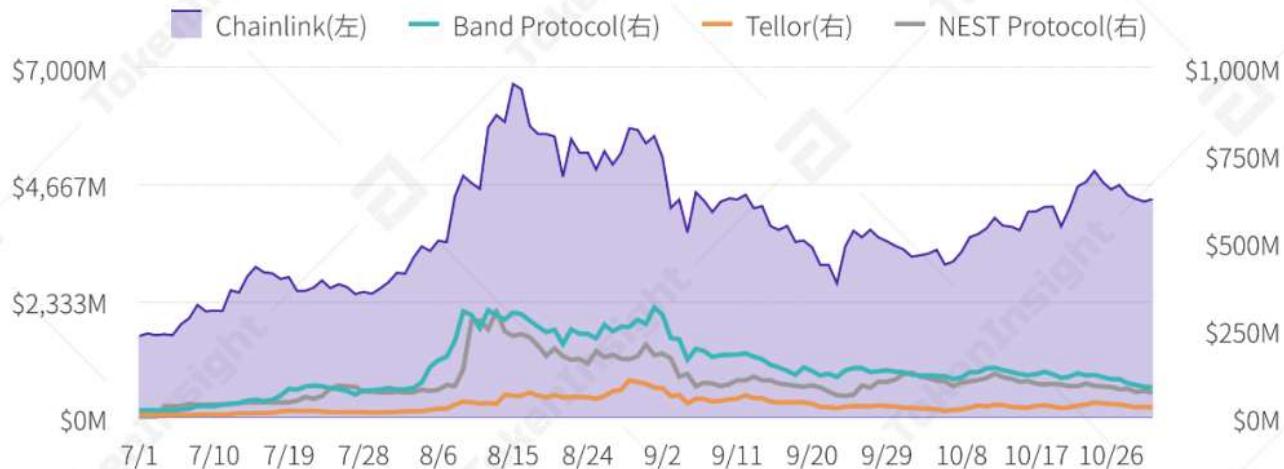
从使用量看，预言机的使用情况和DeFi发展高度相关。如左图Chainlink使用量所示，八月中旬和九月初数据日请求次数两度破万，但10月份日请求次数降至几百。

从市值来看，八月中旬Chainlink市值达到历史高点（\$6.7B）后，并未随着DeFi锁仓值的增长而进一步攀升，而是回落后进入震荡。Band Protocol、Tellor、Nest Protocol市值走势与Chainlink相似，但不同于Chainlink，三者市值在十月份并未经历回升。同时，值得注意，**Nest Protocol在七月初市值超越Tellor**。Nest Protocol为今年新上线的预言机，受到Huobi等机构的支持，其通证NEST在在8月7日上线火币全球站后，3日内市值涨幅达192%。



► 预言机项目市值

来源：CoinMarketCap, CoinGecko, TokenInsight



准确性、实时性、安全性是预言机能够达成更广泛的普及的要素，如何在维持足够的去中心化程度的状态下实现数据的准确、实时、安全，对于去中心化预言机而言是一个难点。基于项目机制和目前的运

行情况，Chainlink受到中心化程度过高的质疑；而各预言机项目出于对现存问题的解决，在机制设计上也不尽相同，部分项目允许第三方对报价进行验证和套利。

目前，现有预言机项目着重关注数据和服务的完善以及生态的拓展建设。**预言机项目不断丰富所支持的交易对价格数量**，提供更全面的喂价服务；并且不断拓展使用机构数量，合作机构开始向非DeFi项目延伸，**完善服务形式与数据类型**。

三季度，Chainlink宣布多个新的合作伙伴以及节点运营商，不断拓展数据类型，尝试提供交易数据以外的其他数据类型，如为天气保险平台Arbol提供天气数据等。Tellor在9月正式发布了Tellor V2，该版本每个区块的数据点有所增加，速度有所优化；10月Tellor V2.5正式上线，将矿工的质押代币数量减少一半，以激励更多矿工加入网络。

Band Protocol自第二季度开始进行主网测试，进行正式上线前准备。Nest Protocol在7月上线以太坊主网，正式对外开放调用。

▶ 预言机项目数据对比

来源：各项目；TokenInsight；数据截至2020/11/8

	Chainlink		Band Protocol		Tellor		Nest Protocol	
Q2和Q3对比	Q2	Q3	Q2	Q3	Q2	Q3	Q2	Q3
目前支持交易对价格数量	36	63	理论上支持查询任何交易对价格	理论上支持查询任何交易对价格	25	53	—	58
使用机构数量	24	48	11	25	—	—	—	—
验证节点	30个	97个	54个	68个	任意第三方	任意第三方	任意第三方	任意第三方

“资产管理类项目受流动性挖矿和收益聚合器项目崛起的冲击，资管协议锁仓值占比持续下降”

TokenInsight Research定义的资产管理类项目包括基于智能合约的非托管钱包（如Argent、Dapper）、资产管理协议和资产管理工具。

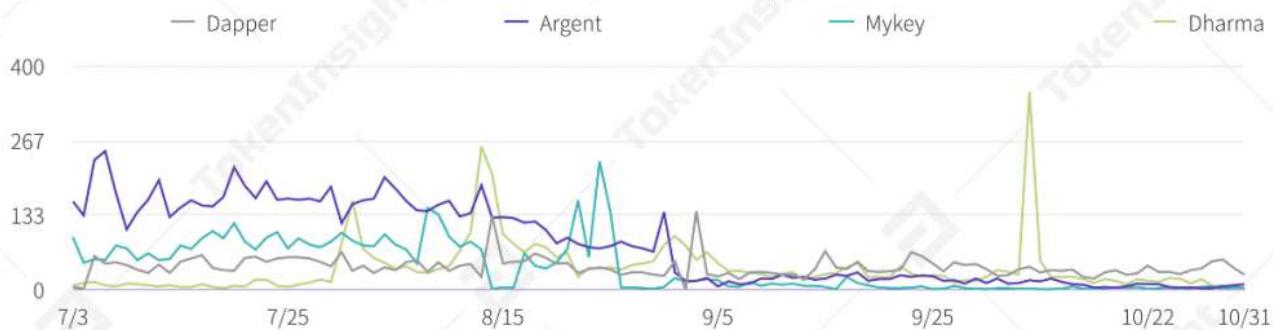
钱包方面，如下图所示，**DeFi钱包普遍在七月和八月经历了相对较好的用户增长，但从九月份起增长变缓**。Dapper依旧是总创建地址数，即用户数量最多的钱包，用户数量在10月底达38,721个；Argent位居其次，十月底用户数量为同时34,758。受益于七八月份的高增长，Argent用户数量自七月份起与Dapper逐渐缩小。

“我们提供以太坊上高度安全、流畅的方式访问DeFi。同时为了降低使用门槛，我们提供一键式的访问功能。”

Argent
Itamar Lesuisse

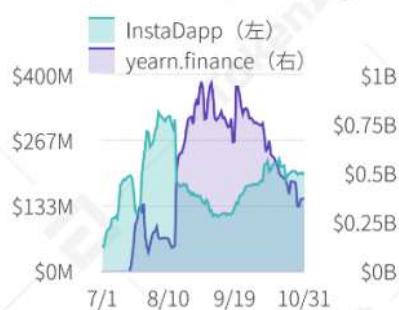
▶ 钱包每日新地址增量

来源：Dune Analytics, TokenInsight



▶ InstaDApp TVL¹⁰

来源：DeFiPulse, TokenInsight



¹⁰ InstaDApp作为第三方资产管理工具，不要求用户直接存储资产，此处总锁仓值为通过其锁定在其他平台上的资产价值

资管工具仍以InstaDapp为主。从InstaDapp锁仓量来看，七月份InstaDapp表现较好，锁仓量突破DeFi锁仓值的7%；但八月份后，其锁仓值并未跟随DeFi总锁仓值的增长，而是出现了断崖式下跌。有趣的是，InstaDapp锁仓值在8月14日的下跌正是yearn.finance锁仓值激增的时期，而7月17日yearn.finance上线时，InstaDapp锁仓值同样出现明显下跌。

同样受yearn.finance冲击的还有资管协议类项目。资管协议的两大项目**Set Protocol**和**Melon Protocol**自三季度以来差距拉大，10月底**Set Protocol**锁仓值为**Melon**的30倍。但二者锁仓值之和占DeFi总锁仓的比例自6月下旬流动性挖矿开启后不断降低，直至10月份yearn.finance锁仓值进入下降趋势后才有小幅回升。

TokenInsight Research分析认为，资管工具为一站式管理多协议资产的集成门户，满足用户的操作便捷性需求；而资产管理协议则是为了提升用户的资产回报。两点特性均与收益聚合器尝试补足的市场重合，故在流动性挖矿带来的高收益下，资管项目锁仓值流失。

▶ 资管协议锁仓值占比与yearn.finance锁仓值占比

来源：DeFiPulse, TokenInsight



非以太坊 DeFi

“以太坊外其它公链加速对DeFi的建设，但目前大部分以太坊外公链的DeFi生态实际活跃度有待考量”

在以太坊DeFi蓬勃发展的同时，其它公链上的DeFi建设也开始加速。由于以太坊手续费高昂和网络拥堵成为其链上DeFi生态进一步扩张的阻碍，交易效率和手续费也成为其它公链建设DeFi的一个突破点。

公链建设DeFi不乏中心化交易所的身影。 BSC是由Binance推出的公链，目前已引入了多个DeFi应用；Serum是由FTX和公链Solana共同开发的DEX项目；开发定位于支持DeFi生态的公链成为许多交易所布局DeFi的方式。同时，一些搭建在以太坊上的DeFi应用也开始寻求和其他公链的整合。

► 20Q3部分非以太坊DeFi项目上线时间轴

来源：各项目官网，TokenInsight



► 各公链DeFi DApp数量占比统计

来源：DappRadar, 2020/11/08



在统计的192个DeFi DApp中，**搭建在以太坊上的数量为96个，占比达50%；**其次为TRON，占比约21%。而BSC虽然于九月上线，但由于Binance对于支持DeFi生态的公链的探索开始较早，且对市场变化反应较快，其搭载的DApp数量已占据13%。

虽然不断有DeFi项目上线以太坊以外的公链，但目前从交易额和活跃用户来看，以太坊DeFi类应用交易额和活跃用户占比都远超其它公链。

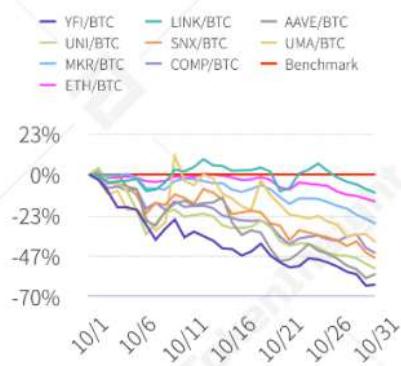
以太坊DeFi类应用交易额长期占其总交易额的95%以上，DeFi类应用活跃用户数则长期占其总用户数的85%以上；同时，活跃度排名靠前的DeFi应用基本全部来自于以太坊上。TRON虽DeFi应用较多，但近期DeFi交易额占比低于50%，活跃用户不及25%；EOS上近期DeFi交易额和活跃用户占比则在75%和20%左右。**除以太坊外，其它大部分公链上DeFi生态的实际活跃程度有待考量。**

未来展望

“ 盛夏狂欢过后，行业进入良性整合和稳步发展阶段 ”

► 2020年10月各资产价格表现

来源：Coingecko; TokenInsight



九月下旬，随着锁仓值滞涨、DEX交易量下滑、流动性挖矿收益减少以及DeFi资产价格跌落，DeFi为我们带来的盛夏狂欢步入尾声。十月，各DeFi资产未能延续过去几个月的强势，价格表现普遍逊色于比特币和以太坊。

三季度层出不穷的挖矿活动依然在持续着对流动性提供者的回馈，但十月份后机构加速布局主流币种的消息已经更能刺激市场的情绪。10月21日，Paypal宣布进军数字资产市场，为其上亿的用户提供比特币、以太坊等币种的买卖服务；Grayscale不断加仓主流币种。

从“起”到“落”，我们仿佛看到DeFi经历了一个生命周期。然而，周期的结束并不意味着DeFi的结束。

回顾三季度，在收益农耕带来的高回报下市场情绪高涨，大量的资金涌入DeFi；各种分叉和实验性项目在为行业带来创新和热度的同时也为逐利的资本酝酿危机。智能合约漏洞和黑客攻击依然是行业长期的痛点；而新项目团队“跑路”、创始人抛售、资产“归零”自三季度以来屡见不鲜；同时，较高的用户门槛和不尽人意的用户体验、高昂的以太坊手续费、AMM无常损失等问题仍有待行业中各角色齐心协力去改善。

DeFi的爆发源于“乐高”概念的实践和建设；源于DeFi生态中的借贷、交易等基础板块长期积累后的初步成熟；也源于流动性挖矿对市场的点燃。而十月份市场的调整一定程度上是对泡沫的清洗，价值沉淀后，引领行业步入良性整合、稳步发展阶段。

未来，以太坊2.0的发布毋庸置疑将对高度依赖以太坊的DeFi生态产生深远影响；衍生品产品和抵押资产，甚至现实资产的丰富和引入将推进DeFi“乐高王国”版图稳步扩张；不能真正给用户带来价值的仿盘项目将难以具备立足空间；拥有规模化体量的中心化金融也将持续寻求DeFi元素的融合；波卡等跨链方案的发展也将为社区带去跨链DeFi生态打通的讨论。一个完整的数字资产金融生态正在未来向我们招手。

我们经历了起落，我们期待见证未来。

媒体支持





本报告基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不对该等信息的准确性及完整性作出保证。在任何情形下，本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，并不构成投资建议，并非可作为买卖、认购通证或其它金融工具的邀请或保证。本报告所载的意见、评估及所示风险等级自本报告出具之日起至下一调整日前有效。在不同时期，本公司可能发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。TokenInsight Inc.将持续跟踪报告相关标的，定期或不定期根据跟踪情况决定是否调整相关观点，并及时对外公布。

本公司力求报告内容客观、公正，结论不受第三方的授意或影响。在自身所知情的范围内，TokenInsight Inc.(包括 TokenInsight 项目组成员以及内容审查委员会)与本报告所指标的不存在任何影响其本身客观、独立、公正的关联关系。

参与投资活动可能引发价值变动及流动性等风险。投资者应当充分考虑自身特定状况、理解投资风险，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的直接或间接损失，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、引用或再次分发他人等形式侵犯本公司版权。

TokenInsight Inc.

Find, Create, and Spread Value in Blockchain.

获取最新区块链行业数据研究报告

网站链接 www.tokeninsight.com

合作邮箱 bd@tokeninsight.com

其他联系方式

官方微博账号 Tokenin

官方 Twitter TokenInsight

官方微博 TokenInsight

官方 Telegram 中文电报群 [http://t.me TokenNameInsightChinese](http://t.me	TokenNameInsightChinese)



2020 DeFi行业 研究报告 III

November 2020

TokenInsight Research
research@tokeninsight.com



TokenInsight.com
bd@tokeninsight.com

 **TokenInsight**

Find, Create, and Spread Value in Blockchain.

新型项目 与 访谈实录

正如上文我们所说，虽然DeFi相较于第二季度末三季度初有所降温，但是依然有诸多新项目涌现/旧项目借着DeFi发展的势头重新发力。这些项目涉及领域包含借贷、去中心化衍生品交易、稳定币、钱包、DEX、流动性聚集器等。

TokenInsight对这些项目进行一一访谈，试图尝试将市场上部分DeFi项目的理念以及正在尝试为DeFi行业发展的努力共享给读者。同时我们也要注意到，很多项目并未盲目地追逐所谓的“热潮”，而是在自己的领域不断深耕，在原有基础上不断优化。新项目的启动以及旧项目的再次发力大致沿着以下两个方向：

- ① **发现原有模式痛点，寻求解决方案，优化用户体验。**部分项目抓住DeFi生态中资金流动率低、交易效率低、滑点大、跨链资产交易等问题，并提出衍生品形式的流动性质押、资产二次配置、自动化做市模型、跨链桥等解决思路，通过算法优化以及智能化协议降低用户交易风险、提升用户参与体验。
- ② **依托DeFi原有底层设施，搭建自有生态体系。**部分项目寻求建立“链、币、所”为一体的DeFi小生态，以实现自有资产与功能的互通互联。同时一些项目采取“多头并进”策略，通过资产协议、借贷协议以及资产管理等功能的聚合致力于打通内部的金融体系。

展望未来，**很多项目还处于起步阶段**，新型解决方案的落实以及生态的搭建都还处于测试、完善时期。DeFi生态的完善以及更多、更深金融功能的实现，还需要整个生态中各领域项目的持续“添砖加瓦”。



dForce希望构建**资产协议、借贷协议、流动性协议互相加强并相互协同的金融协议矩阵**。第一维度是资产协议，包括稳定币和生息市场。dForce致力于为用户提供更高收益的稳定币，同时基于现在稳定币的变种，为未来计划上线的借贷协议提供入口；第二个维度是借贷协议；第三个维度是流动性协议，包括已上线的dForce交易聚合器等。

dForce计划于明年第一季度上线其借贷协议，借贷协议会考虑市场新的需求，比如固定利率存款、贷款以及无抵押借贷等。借贷协议上线后，三个支柱协议将全部完成，此后**项目重点将放在三个协议间产品的打通与互联**。

“ 稳定币市场有创新空间，基于现在稳定币的变种，能为我们之后的借贷协议提供入口。我们的目标是以小生态的方式来做DeFi协议，不仅仅是做单一的功能。DeFi还是会朝着有一定生态的、有网络价值的大的DeFi网络发展。

——杨民道

dForce创始人



Injective Protocol致力于打造**一个完全去中心化，且能够覆盖跨链资产的Layer-2交易平台**，尤其着重于**衍生品交易**。依赖于0x协议，Injective同样采用订单簿模式，同时设计了Injective交易执行调和员(Trade Execution Coordinator, TEC)的角色来汇集并维护一个统一的订单簿。Injective Protocol由Injective Chain、Injective Exchange和Injective Futures三部分组成。

Injective的测试网正在进行内部测试，同时部分衍生产品在开放式地生产和发行中。产品方面，Injective Protocol短期内重点将放在永续产品上。按目前的发展规划，未来不会进行交易挖矿，只会上线类似于流动性挖矿的方式。

“ 2018年末，所有订单簿都是中心化的，没有真正的去中心化交易所，我们看到非常大的去中心化订单簿的需求。Injective希望做出一个用户体验与中心化交易所相似的去中心化交易所，去中心化交易所的自由度、灵活度比中心化交易所要高，能覆盖的功能会更多一些。

——Eric Chen

Injective Protocol CEO



Maker协议是2014年在以太坊上创建的开源去中心化应用。Maker推出去中心化稳定币Dai，通过抵押以及价格反馈制度使Dai的价格稳定在1美元，并提供**类似于货币的价值贮藏、交换媒介、记账单位以及延期支付等功能。**

中国是Dai的第二大市场，近几年Maker的重点会放在现实资产的引入上，包括应收账款、租赁融资等，其中**租赁融资在美国已经处于落地准备阶段**。Maker希望从最初的当铺模式转向现代银行的功能，通过线下以及线上整合，对企业进行授信以及无抵押贷款。

“ Maker要做真正的信用贷款、无抵押贷款，给企业设定贷款上限，并进行授信。目前的DeFi生态急需将一些实体资产搭到链上去，解决供给端问题，MakerDao在做传统实体资产搭到链上的工作。

——潘超

Maker 基金会中国区负责人



QIAN是基于以太坊的去中心化稳定币协议，致力于**提供流动性解决方案**。QIAN采用完全社区化的双代币模型，用户通过业务场景获取代币。KUN是QIAN系统的治理代币，平台的提案通过KUN持有者发起并投票完成决议。QUSD是系统发行的稳定币，用户可通过将数字资产锁定到平台来进行铸造。

QIAN近期的发展重点将放在治理投票上线，以及社区制定治理挖矿规则。同时将不断寻找更多的DeFi领域合作伙伴，包括与其他公链进行深度合作等。QIAN 2.0将引入波动率因子，对于代币互换协议进行调控，后期也需要不断监测运行情况并进行完善。

“ QIAN想在原有稳定币模式上有更多的突破，做出更符合链上业务逻辑的产品。同时希望在东方的生态中做出更符合东方用户使用习惯，进而全球化的稳定币，填补属于东方的稳定币业务场景的空白。

——雷宇

QIAN架构师



2018年，DeFiner成立于美国，是一个提供借贷与储蓄的去中心化平台。DeFiner在原有借贷平台模式上加入了流动性挖矿功能，**将未借出的资金继续配置到Compound、Maker等协议之中**，以提高资金利用率。DeFiner的原生代币FIN用于利润分配、借贷挖矿以及协议治理。

DeFiner产品已于今年十月初上线，还处于不断探索与完善阶段。未来产品将更开源，允许使用者在原有池子的基础上，自己建立小的资金池以提供借贷服务，形成“**大池套小池**”的模式，不同的池子使用不同的抵押物，同时面临不同的风险。

“做产品应该先确定服务，再设计逻辑。我们希望为区块链以及加密资产市场提供商业银行服务，做出非标准化、个性化的借贷产品，实现抵押物、利率的个性化，而不是标准化、资金的体量化。”

——Jason Wu

DeFiner 创始人&CEO



DerivaDEX是一个基于以太坊的去中心化衍生品交易协议，计划于2020年第四季度上线。DerivaDEX通过**去中心化自治组织（DAO）**来解决审查和单点故障问题。同时交易协议采用**订单簿交易模式**，结合链下的数据源、撮合引擎和清算商进行。未来DerivaDEX还计划上线流动性挖矿。

DerivaDEX计划近期上线**保险挖矿**，保险基金为了防止不利的清算情况以弥补交易者损失。基金的保险挖矿项目将持续一年，用户可以通过在上市时抵押或者存入的被支持的抵押品来参与，并收到DerivaDEX代币DDX作为分红。主网和交易上线后，清算价差和入场费将被加入保险基金作为缓冲，保护初始用户权益。

“衍生品项目不断涌现，衍生品能给交易者带来更多的自由度以及更高的资本效率，提供做更复杂与明智的决策的机会。这是一个很迷人并且空间很大的市场。我们希望做好的产品，并专注于项目的长期成长，在此基础上做更多有趣的功能。”

——Aditya Palepu

DerivaDEX CEO&联合创始人



S.Finance是Curve分叉项目，通过建立流动性池来支持稳定币的兑换，目前已经上线sUSD、dForce、SFG等流动性矿池。**项目完全基于社区，创始贡献者均由社区成员组成**，并致力于降低用户使用门槛、吸引更多用户参与。SFG是S.Finance发行的治理代币，可用于提案投票并参与社区治理，同时享受分红奖励。

S.Finance后期有可能会考虑接入中心化交易所，来为社区用户提供理财服务等。同时未来希望不断拓展与其他稳定币项目的合作，加入更多稳定币的兑换，将**稳定币兑换做一个整合**。

“ DeFi像堆积木，项目间相互合作，并乐于进行分享、合作、链接。比如我们对稳定币兑换们做一个补充，通过提供中文界面、降低使用门槛等来提升用户体验。我们也可以与不同项目方进行合作，做不同池子之间的连接的功能。”

——洪骏

S.Finance核心志愿者



Argent是以太坊上的智能合约钱包，提供数字货币的存储与转账交易。**用户无需记忆助记词，并且如果钱包私钥丢失可以通过监护人(Guardians)功能找回资金**，Argent致力于提供类似于手机银行APP的用户体验。Argent还通过设定**每日转账限额以及白名单联系人功能**来提高产品可用性。Argent内部接入了Maker、Compound等DeFi产品的端口，为用户提供收益以及投资渠道。

随着Gas费用的不断上涨，Argent宣布停止补偿用户使用Compound，TokenSet，Uniswap V2，Kyber和其他Dapps的Gas费用以降低成本，同时**正在探索第二层解决方案**，致力于为用户提供更快捷、安全的解决方案。

“ 在我们关注的以太坊生态内，我们相信我们是高度安全以及流畅访问DeFi的最佳选择；在易用性方面，我们提供一键式访问DeFi的功能；Gas费用方面，我们正在研究第二层解决方案，希望为受众提供快速而廉价的方式。”

——Itamar Lesuisse

Argent CEO&联合创始人



Stafi (Staking Finance的简称) 协议是提供抵押资产流动性的去中心化协议，基于与波卡相同的开发框架Substrate搭建。Staking 合约简称SC，用户通过SC合约来进行Staking，即可获得原始代币所对应的rToken，rToken可以在Stafi上流通并用于赎回原始代币。**Stafi通过发行rToken（奖励令牌）来保证流动性。**

Stafi发布的第四季度路线图中，**计划将推出将资产跨至以太坊的ERC20桥**，可将FIS或rToken转化成以太坊资产，在以太坊生态中的去中心化交易所中进行交易、流通。rFIS计划在11月底上线，运行平稳之后，12月开始开发同样基于Substrate的rDot和rKSM。

“我们在做的是一个长周期的事情，每个链上资产的标准都不一样，希望通过建立产品标准，更好地连接其他链上的rToken，来真正地实现跨链生态。我们的竞争者更多地是围绕着某一个生态来做，我们更偏向于横向地在做。”

——卡咩Liam

Stafi 联合创始人



Bella是DeFi聚合器和资管平台，结合中心化以及去中心化，**致力于为用户提供手续费更低、速度更快、用户体验更好的一键式平台**。Bella通过聚合类产品，为用户提供自动化流动性挖矿、借贷协议、理财资管等服务。Bella通过智能化协议以帮助用户更简单地参与并享受生态红利，并进行风险防范。

Bella计划短期内上线**Flex Savings**，降低用户参与DeFi的门槛，为用户智能筛选收益率更高的矿池；智能门户**one-Click**计划于明年一季度上线。中长期的发展重点将放在新的资产类型的拓展以及智能投顾等产品的设计。

“聚合器的需求是永远存在的，聚合式流动性挖矿可以帮助用户大幅节省Gas费和时间，一定程度上降低风险，并享受复利。Bella希望为用户提供既快、又好用、收益率高以及产品透明度较高的一键式平台。”

——Felix Xu

Bella Protocol CEO



DODO是基于主动做市商算法的去中心化交易平台，通过**提供自动化做市商（AMM）的替代方案——PMM（Proactive Market Marker）**试图模仿传统做市商行为，通过参数调整来调控，把资金都集中在市场中间价格附近，使得曲线市场价格附近较为平缓。**试图解决原有AMM算法滑点大、资金效率低和无常损失等问题。**

DODO1.0版着力于证明PMM算法对有效性。DODO计划明年第一季度上线2.0版本，致力于提供更低的滑点，将提供全新的、更灵活的资产发行方式，可以自定义交易模型。

“现有AMM是一条固定的曲线，Maker和Taker只能按照固定的曲线去获得价格，是一种被动的做市行为，有很大的局限性。我们想做彻底的创新，用原创的算法来定义一个新的产品，满足尚未被满足的需求。”

——代世超

DODO 联合创始人



KIRA是一个去中心化的网络，**致力于让所有数字资产互联互通，实现其最大化利用**。用户通过使用其独创的多重质押券已证明（MBPoS）共识机制，将不同资产存入KIRA链以实现资产的管理与利息收益。KIRA通过搭建跨链中继网络，创造可以抵押各类数字资产的流动抵押池，包括法币，各链代币和NFT等，**实现无需锁定资产的挖矿模式**，激励投资者、资金使用者和节点维护者加入网络，为DeFi打开市场入口，提高各类代币的流动性。

根据 Kira 的路线图，该项目将于今年第四季度启动公共测试网。2021年第一季度上线治理模块，第二季度实现Cosmos互联并上线订单簿模块，第三季度打通以太坊互联，第四季度实现Polkadot互联、上线代币发行模块并引入NFT Staking。

“我们正在努力使任何数字资产，例如加密货币、稳定币甚至NFT 等的质押成为可能。资产质押需要较长的时间导致流动性受限，我们提供同一时间的Staking和Trading，我们通过流动性质押让不同项目受益。”

——Milana Valmont

KIRA CEO&联合创始人



本报告基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不对该等信息的准确性及完整性作出保证。在任何情形下，本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，并不构成投资建议，并非可作为买卖、认购通证或其它金融工具的邀请或保证。本报告所载的意见、评估及所示风险等级自本报告出具之日起至下一调整日前有效。在不同时期，本公司可能发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。TokenInsight Inc.将持续跟踪报告相关标的，定期或不定期根据跟踪情况决定是否调整相关观点，并及时对外公布。

本公司力求报告内容客观、公正，结论不受第三方的授意或影响。在自身所知情的范围内，TokenInsight Inc.(包括 TokenInsight 项目组成员以及内容审查委员会)与本报告所指标的不存在任何影响其本身客观、独立、公正的关联关系。

参与投资活动可能引发价值变动及流动性等风险。投资者应当充分考虑自身特定状况、理解投资风险，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的直接或间接损失，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、引用或再次分发他人等形式侵犯本公司版权。

TokenInsight Inc.

Find, Create, and Spread Value in Blockchain.

获取最新区块链行业数据研究报告

网站链接 www.tokeninsight.com

合作邮箱 bd@tokeninsight.com

其他联系方式

官方微博账号 Tokenin

官方 Twitter TokenInsight

官方微博 TokenInsight

官方 Telegram 中文电报群 [http://t.me TokenNameInsightChinese](http://t.me	TokenNameInsightChinese)

