

## 庄家操盘往事：做市商与项目方、交易所的「爱恨情仇」

Canoe 2023.01.16 14:04:32

0:25



「用户不只是用户，更是买盘。」

撰文：光武，Canoe 创始人

前 FTX 的 head of trade，即刻 @octopuuus，在播客中提到一个我感兴趣的视角是做市商机构视角，“庄家操盘往事lol”。

我先总结下他提到的 Alamenda 激进的做市商风格，然后补充些上个周期我所知道的一些其他模式，尤其是项目方与做市商的关系。本文提到的做市商，仅特指与交易所、项目方 token 关联的那部分业务。

### 机构操盘视角

从机构视角来看，做庄一个 token 筹码有两个主要方式：

#### 强庄控盘

在项目基本面过关的情况下，选择一个标的开始操作（项目方可能知道/可能不知道，关系不大）

- **第一阶段吸筹**：典型盘面是低价持续吸筹。
- **第二阶段，做市商机构的共识阶段**。这个阶段主要指标是交易量，先拉升一个波段，再在震荡中和其他做市商换手（回收成本，提高资本利用率，建立风控模型）
- **第三阶段，割韭菜阶段**。进一步拉高，一边出货回收资金，一边助推，这一步有的机构还会自发辅助项目方做基本面的建设。

#### 给标的做价值锚

这个是在资金和交易量上快速提升项目的基本面质量。

**最好的手段是借贷和衍生品。**

@octopus 分享的例子是借贷，比如抵押 ftt 借出 btc/eth，那么 ftt 的价值锚就是 btc 和 eth 了，循环借贷加杠杠，甚至有可能将借到的 btc/eth 拉 ftt。

Deferred images ✓

Step 1 / 3 另外就是相对专业一些的期货（可当保证金的，非永续合约）、期权方式，这个相对复杂，在牛市，币圈做市商甚至都不是太需要动这块的武器，就能完成做庄。

## 项目方与做市商的关系

从项目方视角来看，项目和做市商的关系大概有这几种吧（大到top，小到普通工作室）：

### 1. 项目方如果是主动寻求 listing，cex 都会对做市商有要求：

1. 有的甚至会指定一些做市商。listing阶段，做市商能帮不少忙，这就是为一个周期很多项目方喜欢拿MM投资的一个原因。
2. 做市账户有保证金要求，比如token + usdt 不低于15万美金之类的，这个一般是可以bargain的。

0:25



### 2. 大做市商的条款：

1. 一类是被动型做市商（欧洲较多这种风格），就是帮忙提供策略和技术支持，一个策略管几百个项目方，月收费可能3000-5000美金/月
2. 一类是技术服务费（约为6000美金/季度）+ 利润分成（中国较多这类风格）。分成是指卖token的利润分成。比如卖货卖了100万美金，然后三七分。这一类做市商跟项目方有一定利益绑定，但做市商掌握主动权。在沟通条款时，有一个关键指标是准备金率：做市准备资金/流通盘市值，如果想对盘面有所掌控，一般这个比例要在30%~50%左右，以防出现上所就崩盘（跌破私募价）的风险。
3. 还一类是美国做市商的常用手法。借币条款，比如找项目方借3%的token，到期后按约定价格归还本息。在美国这种条款是违法的，所以条款一般会解释下跟美国的证券的区别和责任撇清。主动权仍然是在做市商这边，他可以选择还token，也可以还usdt。项目方话语权比较小。
  1. 还token比较好理解，借啥还啥。如果还usdt的话，就有区别了：一些头部做市商会按它所投资轮次的价格（可能轻微上浮），还usdt。如果交易所价格远高于私募轮的话，做市商利润非常可怕。有的做市商相对友好一些，按约定日子币安交易所当日均价还给项目方usdt，均价定义一般是daily volume weighted average price，依交易量权重的均价
  2. 上个周期的Superpower：私募轮投资+按私募轮价格凭空借项目方手里大量token。根据上述的分析，做市商选择还usdt可实现利润是最大化，比如私募轮价格上涨100倍卖出，就是获利100倍。某种意义上，这是低成本（甚至0成本）买了一张美式看涨期权，拉的越高，期权价值越大。美国金融对应的是liquidity Service Level Agreements (SLAs)，是严格禁止这类条款的。

Deferred images ✓

Step 1 / 3 做市商则比较简单（也有项目方和 incubator，自己有做市团队，币圈大镰刀往往就是指这种）：收手续费为主，项目方说啥，他就做啥。一般会每天给你同步一次资产表，还会给

Step 2 / 3

一些建议和想法。不像大做市商，跟项目方基本很好有交流，毕竟管的项目太多，而且被动做市为主。

4. 项目方最优选择是被交易所强上、被做市商截庄。项目方只管自己build，自己默默出货，闷声发大财。交易量高的时候，牛市在币安达到1个亿美金交易量也不难，项目方100万美金对盘面没影响。由此就可以知道为什么项目方在牛市中后期不care vc质量快上交易所了。比如在越南gamefi这波，VC在tge那波就直接回本甚至十几倍，效率非常高。甚至一个月内资金就回笼了，然后熊市再慢慢投好项目。不过容易玩崩。
5. 补充下被截庄的坏处。项目方有可能亏钱，如果项目方统一托管vc的筹码，在低价全出了，然后被做市商截庄拉盘，那项目方估计还得自己再贴钱给被托管的vc，更有甚者，埋头build，token拉了100倍，没出，后面产品出问题归零了，直接一轮游，这样的也很多；赚钱的是做市商，挨骂的全是项目方，利用市场情绪将价格拉了50倍，这个价位接盘的散户会把项目方骂一年，其实基本是做市商（野庄）干的，项目方一点辙没有。前面说的，一般基本面好的项目方，都是讲规矩的，筹码公开透明，不乱来，如果乱来的话，没有资金愿意介入这个项目方的token。

当然，做市商不邪恶，单纯的资金生意。我介绍的都是偏主动型做市商，如果是没有一级投资业务的做市商，就是单纯的依据盘面调整策略，平平淡淡鲜有动作。如果市场是河床，那么做市商就是供水的一端。项目方在做市商面前话语权弱是正常，在二级金融市场，食物链水源是这帮做市商。但说到底，他们也有他们的水源，有亏有赚也有破产。

## 做市商与交易所的关系

前面都有提到交易所，这里再补充一下做市商和交易所构成的影子银行体系：

- 目前熊市流动性枯竭的时候，头部交易所会频繁联系做市商，跪求他们帮做市，提供流动性。因为流动性是交易所最根本的基建。
- 回到牛市。交易所那么大的利润，为何要挪用客户资产，扩大资产负债表呢？交易所负债表有一大部分是给做市商的无抵押贷款授信额度，而做市商利用这笔资金不断的将流动性做厚，有的还加杠杆，带来充足的流动性。这相当于授予了做市商挪用客户资产的权利，当我们惊讶于2021年庞大的流动性时，觉得这些机构是二级市场的救世主，到真正暴雷的时候发现提供流动性的恰恰是我们散户自己。😭
- 交易所一般会给做市商提供非常多的便利条件：无手续费，无抵押贷款，低利率。为什么21/22年做市商/Hedge Fund(比如3AC)在借款时愿意常年支付10%以上的利息，因为这利率有些是由交易所支付，不是做市商支付。有的交易所为了流动性，经常给做市商无抵押贷款来替代流动性管理成本。

Deferred images ✓

Step 1 / 3

Step 2 / 3

ps，这个部分比较复杂，列一个表格来描述做市商在交易所业务之间的债务、亏损、盈利。

债务	交易所的无抵押贷款。本金可能挪自于客户在交易所的存款。
亏损	其他做市商的对冲盘（在luna事件中有许多做市商大赚了一笔，比如@octups的部门），做项目方么蛾子筹码烂在手里
盈利	手续费收入、正确的仓位、放贷生意（放给其他做市商或者hedge fund）、借来的项目方token

- FTX&Alameda 将这一体系运作到极致，当交易所为了流动性，直接给做市商充值（挪用客户资产的方式），这个雷就会非常大，波及每一个用户。FTX爆雷后，市场流动性暴跌了50%以上。
- 总的来说，交易所流动性依赖做市商，做市商在交易所一边印钞（无抵押贷款），一边加杠杆下注，导致很多金融暴雷/影子银行债务危机，而这贷款恰好是来自客户本金。

### Future: 做市商与 AMM 的关系

当然，这都是上个周期的一些剧本，下一个周期，会怎样玩，没人知道。比如 22 年新 venture 好多都有设 hedge fund 部门，以摆脱做市商体系的利润压榨。

关于项目和做市商的关系，上一个周期也有一些好玩的，我 prefer 的一个项目是 Merit Circle，直接走 LBP 融资了 1.05 个亿美金，然后开放在 UNIV2/3 上做 LP 挖矿，流动性到前十，仅次于 ETH/USDC，其深度可想而知。而且在 LBP 也融够了钱，无所谓上不上所，但交易量那么大，还是被币安强上了。现在这个游戏工会公开的国库资产在深熊期间还有1个亿美金呢，地址受所有人监督，每天实时更新。

LBP 最早是做 fair launch，后面在行情好的时候就变成一个极好的项目变现退出工具：无需做市商介入，也能盈利，摆脱了交易所-做市商的利润体系，同时LBP结束后的流动池作为VC的退出也无可厚非。

激进型做市商经历这一轮暴雷出清，下一个周期交易所内部的做市商业务，应该会有很大的一个变革，围绕做市商业务，有哪些手段可以将相关业务去中心化，在链上进行权限、资产的分割，会是一个很有意思的问题。上一个周期中心化做市对DEX体系逐渐熟悉，同时一些主流聚合DEX都引入了RFQ功能，专门服务于专业的做市商，近期币安上架的 Hashflow 也是主打 RFQ 的 DEX。只是传统做实商要进入 DEX 领域做市门槛仍然比较高，甚至需要2-3个月的时间来熟悉，才敢将资金用于 MM 做市，同时链上的延迟、性能问题仍然会使很多策略失效。我预计下一个周期，基于高性能链的交易引擎，以及没有 solidity/vyper 语言限制的工程实现，都会进一步促进专业做市商在 DEX 领域建立流动性，将定价权从 CEX 转移到 DEX。

Deferred images  
Step 17/3  
Step 2 / 3  
另外一个思考是，关于做市商利用AMM做市的问题。AMM对于做市商而言，是一个passive con  
ve，一个被动的凸函数曲线，加上无常损失，很难拉盘和控盘。v3出来后，稍微友好一

些，但需要频繁的移动价格区间，不好管理做市。izumi将v3的函数离散化来管理，不过即使离散化后，到那一段定义域，仍然是个passive convex curve，所以基于离散化去管理流动性也做不到主动做市和控盘。

我今后的一个主要研究方向，跟这个也有些关系，比如能否构造一个新的函数形式，实现从 passive 到 positive。先围绕构建一个关于 passive 的数学定义，然后可能的一个思考方向是：通过傅立叶变换和消元，就像傅立叶变换将时域函数转换为频域函数那样进行处理。倘若可以在 DeFi 中实现做市商的主动管理和杠杠操作，那么原来的那套影子银行体系风险就能大大减弱。

0:25

iv

转

故

## 后记

以上，便是我所知道的关于做市商信息，在操作上能带来的微小建议可能就是选择那些公开透明的标的，以及大平台上那些被筛选评估过、可用来当作质押物和保证金的标的。

原本整理这些信息时，只是受到@octopus的启发，可写着写着，不禁想到在网上看到的、以及身边的那些人。他们可能是肩负家庭重担的微弱青年，是想稍微改善妻儿生活的丈夫与父亲；他们可能是谨小慎微偶尔加班的程序员，是一个心怀小小梦想的打工人；他们可能是向家里撒了一个又一个谎的儿子，是连悔过重来机会都不再有的普通人。他们就这样将自己的梦想、人生、家庭倾注到这么一个没有规则的盘面游戏中，最终可能是幻灭一场。

对做市商而言，是一场生意；

对散户而言，是他们的一生；

其实，对于一开始就选择和做市商绑定的项目方而言，又何尝不是如此。「用户不只是用户，更是买盘。」但最终仍会反噬。

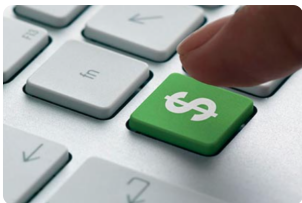
## 相关阅读

庄家操盘往事：做市商与项目方、交易所的「爱恨情仇」



2023.01.16 14:04:32

以太坊上海升级在即，如何最科学地获取 ETH Staking 收益？



如何“运营好”一条公链？盘点头部公链背后的运营差异化

2023.01.10 19:28:50

隐私计算英雄传

2023.01.10 10:54:10

一文速览2023年LayerZero生态项目和发展潜力

2023.01.06 14:52:56



0:25

