

Defi赛道分享

“DeFi”这个概念和术语诞生于[2018年8月以太坊开发人员和企业家之间的Telegram聊天](#)中，包括Set Protocol的Inje Yeo、0x的Blake Henderson和Dharma的Brendan Forster。

DeFi，即去中心化金融，是指“使用区块链技术构建的金融应用生态系统，无需银行”。

DeFi Dapp允许用户将它们提供的服务组合起来，从而开启更多的可能性。由于其可组合性，DeFi通常被称为货币乐高 (money LEGO)。

一. Defi的几大核心赛道

- 借贷——无需中介即可轻松借贷加密货币的能力
- 去中心化交易所（DEX）——交换资产的媒介，同时始终保留全部所有权
- 去中心化稳定币
- 衍生品——包装在独立资产中的复杂金融工具的链上表示。
- 保险——防止智能合约漏洞或价格波动。
- 资产管理——根据您的选择监控、部署和管理资本的方式。

二. Defi的历史回顾

1. 平静的2019，Uni V2前时代（99集）

在这个时期，挖矿比较难，但是也相对容易。怎么说呢，在这时期，没人跟你抢矿，但是选择少，过程也不容易。

举例，当时的SNX和RUNE都有奖励流动性提供者，但是方法跟现在完全不同，主要是没有统一“挖矿标准”。

2. 盲挖时代（173集）

时间点大概是Balancer发币后，Compound接着也发币，然后AC透过前面两家搭配Curve打出一个组合牌，一次挖四种币BAL+COMP+YFI+CRV；

在这个时期，一亿TVL就是一个非常大的里程碑。

3. 年化率APY Yield时代（188集）

Defi各个青出于蓝而胜于蓝，先是100%APY再来是1000%到最后10000%；

从AMPL到YAM，再来SUSHI到KIMCHI，水果战也就此展开；

参与过Defi夏天的人一定都知道，当然无法持久。

4. 算法稳定币（212集）

这时代造就了一堆神秘8，9，10位数玩家

从AMPL到Basis share 到YAM地瓜爆掉然后又复活出YAM V2 V3到Compound 创始人@rleshner推文讲到 ESD然后TVL爆炸，到各种forks DSD PSD TSD 2小时epoch 最后王者出现 UST，然后GG。

5. TVL锁仓量时代（261集）

其实这也是公链时代，在这时期各种公链放弃原有计划，全部抄袭以太坊的EVM，也在这时候Defi大爆炸，因为每条链都需要自己的Uniswap+Compound+Aave

TVL=总锁仓量（315集）

它成为标准，各项目的排行榜，主要由Defilama，defipulse和tokenterminal做记分员，但这也导致许多争议。

因Defi处于一个FOMO又萌芽的阶段，99%项目是无法像web2公司一样盈利，大多无法算出“本益比”和“股利收益率”。

6. 认知与无知，无视（293集）

在这个FOMO时期，大多数项目都无脑的狂给代币就为了冲TVL，因为在他们严重TVL就是一切，只要能站上前百名就会被注意到。但很快这方法就失败了，给出的代币也拿不回来了。

用户普遍认为P/E+rev+security 才是稳扎稳打的策略

7. 重点来了，下一个趋势应该是重视几个重点（248集）

对于项目的观察，Ve模型的引入

TGTL=Total Gov. Token Locked 总治理代币锁仓量

TGTL average locked time 平均锁仓时间

本益比，股利收益率

Curve开创了veToken的经济模型，持有者选择质押治理代币的时长来锁定换取vetoken，以提高自身在农场的奖励，并对流动性挖矿的激励行使投票权。

越来越多项目选择veTokenomics：

- *Yearn Finance* 预计将于8月中旬推出4年锁定期的veYFI。锁定的代币将不可转让。
- *Synthetix* 将使用veSNX 计量器进行通胀加权。
- *Pancakeswap* 也将推出vCAKE 以“很快”进行奖励权重投票。
- *Compound Finance* 在未来也很可能过渡到veTokenomics，因为雇佣农业，他们完全停止了流动性挖矿。

最后，值得注意的是，veTokenomics吸引了“聚合”层协议，例如用于Curve的Convex和用于Balancer的Aura Finance。我们可以期待这种聚合器协议也会针对veSNX、veYFI和vCAKE推出。

三. Defi的TVL的回顾

四. 细分赛道介绍

1. 资产管理

DEFI的创业者们同样希望以智能合约取代基金管理团队中普通交易员的工作。

以TokenSets为例，用户可以自行挑选交易策略，并交给系统自动执行。

交易策略主要有两类，一类是机器人集合(Robo Sets),指系统预设的交易策略，另一类是社交交易集合(Social Trading Sets)，这类集合由知名交易者开发。用户可以选择系统自动使用相关策略进行交易。

2. 去中心化彩票

负责公开进行彩票开奖的工作同样可以被智能合约取代。

商业逻辑非常有趣，用户出资购买彩票后，系统将所有现金流存入Compound借贷协议。开奖时，所有用户收回本金，抽取幸运用户分配利息。平台的盈利方式是从利息中分配部分给自己。由于这样的抽奖方式成本更低，商业模式具有可行性。

目前规模最大的去中心化彩票平台是Pooltogether.

3. 去中心化工资支付系统

由于工资发放需要财务部门付出相应成本，我国默认工资是按月支付的，但是，一旦工资支付成本被消除，理论上工资将被实时支付。

在智能合约出现后，系统自动计算一方工作数据，并自动从雇主账户中划转资金到员工账户的想法完全具有可行性。Sablier是一个致力于工资支付系统的平台，预计可以帮助很多低收入群体优化资金周转率。

4. 保险赛道

Nexus是龙头，InsurAce，此赛道目前就三家竞争，定价模型也比较相似，各有一些特点。

个人在目前市场下不太关注。

赛道整体原因：保险赛道依托于Defi整体市场，属于后置赛道，所以在Defi即将进入summer的时候再考虑介入会比较好。

项目本身情况：各自都存在一些问题（如Nexus必须KYC，InsurAce定价模型基本复刻，且不透明），而且都才进行过一次真正理赔，未能进行实践检验。整体竞争壁垒也未形成，目前模式也相似，可能有后来者风险。

5. 衍生品和合成资产

衍生品交易上链具有公开透明、资产主权、开放金融等DeFi所主张的基本价值；

相对于现货产品，衍生品的DeFi/CeFi交易量比更低，提升空间更高；

衍生品赛道明显受益于L2的进展；

但是在衍生品赛道中，期权即便在CeFi中的交易量要相比永续期货少得多，且上手较为困难，可能在发展阶段上要更加落后永续期货类产品。

重点关注dydx, snx, gmx等。

待讨论一：这个赛道挺重要的，但是我目前还没熟悉，大家可以看看有什么要讨论的。

6. 借贷

借贷项目需求明确，也是最基础的defi协议，整体市场会随着web3商业的扩张而扩张；目前来看，历史悠久、没有安全事故的defi会获得更高的品牌溢价，高净值用户和保守用户更青睐使用这类协议。

竞争：主要借贷协议有Aave、Compound。

aave是目前多链业务扩张最快的大型借贷平台，V3的多链拓展仍在正常进行中。

团队：由stani领衔的aave团队非常进取和严谨，始终保持着很高的创新获利，在业务的探索上也走在多部分蓝筹defi的前沿。但是目前问题在于，由于借贷业务模式基本固定，团队主要将精力迁移至lens的开发上，aave部分更多是在实现v3的计划中内容。此外，项目在经费的审批上也比较慷慨，会给gauntlet等安全团队批出较高的安全预算（大多以aave支付，这点上有先见之明）。

估值：PE值目前较高，享受着较高的龙头溢价。

最近的动态：稳定币。

Compound具有先发优势，但是后期发展不如AAVE，TVL从2021年5、6月AAVE开始超越，目前AAVE在TVL、收入、利润方面是Compound双倍，PS、PE方面Compound较高。

Compound相较于AAVE处于劣势地位，主要有以下几点：1) 币种品类、支持的链少于AAVE，2) 利率协议创新性较弱（AAVE闪电贷/利率互换/自定义用户市场等），3) 资金利用率低，4) 收益较低故而代币奖励分配也较低，5) 用户数量少于AAVE；但是其优势在于借贷利率较低。

7. 稳定币

稳定币实际上分成两个部分，一个是合规的稳定币，或者说是由美元作为依托，或者说中心化的一个稳定币。就是这个目前主流的三大稳定就是Tether的 USDT/ Circle的 USDC还有 Binance 的 BUSD。然

后这三个稳定币也是目前的主流稳定币，它们目前也是分列，处于整个稳定币发行规模的前三。

然后另外一个部分是去中心化稳定币。

待讨论二. 去中心化稳定币的应用场景？

中心化稳定币的场景：存储，交易。

去中心化：1) 票据 2) defi summer的原生链上积木搭建 3) 公链的基础设施

待讨论三. 为什么越来越多的项目开始亲自下场去做稳定币了？

从一开始我们看做稳定币的这个协议本身就是做稳定币的，那么DAI为作为代表。后续我们看到一些公链做稳定币，像Terra，像 NEAR，像刚刚提到的波场, 它们公链也做了稳定币。而我们发现一些 Defi 的协议，甚至一些 NFT 的协议都开始做稳定币。

1.基础业务的牢固性和积累了大量用户，具备做稳定币的基础；

2.稳定币会带来一些新的业务场景和模式：

1) 降低了自有资产流动性的一个成本；

2) 提高了Defi协议的LP的资金利用率。

待讨论四. 稳定币的监管？会如何监管，有利有弊？

美元霸权的延续

8. Dex

(待讨论五. 大家对于Dex想了解的)

1. DEX赛道空间

1) 数据指标：对比CEX作参考，币安在2021年4月到2022年4月共有24亿访问者，Uniswap有2.3亿访问者。2022年4月，币安的访问者为1.1亿，而Uniswap的访问者为380万。Pancake Swap有1410万。（来源：Statista，Similarweb）

2) 以太坊上最大应用Uni月活20万，BSC上PancakeSwap月活300万。

结论：相比于CEX，DEX还有10倍以上的用户提升空间。

2. DEX 赛道投资必要性

DEX协议的收入（价值捕获），基本都是：交易产生的手续费（不同的协议按不同的比例分为做市商的做市奖励和平台的协议收入）。

随着未来交易量的大爆发（上一波牛市的交易量和DEX的天花板），交易手续费必然又会是飞速增长，就算不赚估值提升的钱，牛市里面纯业务收入带来的回报也是很客观的。（如UniTVL巅峰时是现在5倍），另外传统金融里面，券商业务富途证券，19年底到21年3月，涨了20倍。

3. DEX 赛道护城河（稳定而持久的竞争优势的来源）

1) 外部协议的接入量和LP/客户的忠诚度

Curve：被大量外部协议接入，并通过代币锁定长期绑定用户；

PancakeSwap：BSC上最大的DEX，为大部分需要交易的BSC协议信任和接入；

2) 先发的品牌效应和正螺旋（交易量和LP数量）

4. 总结

必须要投DEX赛道，而且跑出来的二级项目优势会远高于一级项目（除非出现颠覆式的模式创新，也需要关注）。

必须要投DEX赛道，而且跑出来的二级项目风险收益比会远高于一级项目。

- DEX具体有两种模式：基于订单簿的DEX和基于流动性池的DEX

1) 基于订单簿的DEX

订单簿DEX的运作方式与CEX类似，用户可以按限价或市价提交买卖订单。两种类型的交易所之间的主要区别在于，对于CEX，交易资产需要保管在交易所钱包上，而对于DEX，交易资产可以保管在用户自己的钱包上。

然而，基于订单簿的DEX面临的最大问题之一是流动性。用户在订单簿中的订单可能需要等待很长时间才能成交。

2) 基于流动性池的DEX

针对DEX用户少导致成交慢的特性，基于流动性池的DEX出现。基本逻辑为，流动性提供者将加密货币存入资金池并获取获得一定利息，提供流动性，其他交易参与者可以直接与流动性池中的加密货币进行交易。

5. 结合下图，投资标的和仓位建议：

	对比指标	UniSwap	Curve	PancakeSwap	Balance	SushiSwap
基本面数据	交易量市场份额	A	A	B	B	C
	基础数据	A	A	B+	B-	C
	团队情况	A	B+	B-	B+	B-
	社区情况（群众基础）	B+	B+	A	B	B-
代币分析	代币价值捕获	风险点	A	A	A	/
	到 23 年底抛压分析	B	B-	A	B+	/
	币价走势	A	A	B	B	/

1) Uniswap 必须配置

核心理由：绝对龙头

其他理由：团队在Dex赛道深入耕耘，到23年底20%通胀，反弹力度强劲。

风险点“代币没有价值捕获”，（目前协议的开关在协商开启与否）

需持续跟进和关注的点：1) 市场占有率（这是买入的核心理由） 2) 代币价值捕获的可能性

2) Curve 建议配置

核心理由：稳定币赛道地位稳固，且市占率增速快，反弹时间持久。

其他理由：代币模型优秀

风险点：抛压较高，Uni的竞争

需持续跟进和关注的点：1) Uni对其稳定币市场的挑战 2) VeCrv的锁仓量和时间（关系到抛压）

3) PancakeSwap 以小博大，可以配置

核心理由：BSC链龙头，未来通胀很小（流通已充分）

其他理由：也看好BSC链之于以太坊的独特性（土狗，流量，扶持等）

风险点：在BSC链的地位威胁，通胀和通缩的不确定性

需持续跟进和关注的点：1) 在BSC链的市占率 2) 每月的通胀/通缩数量

4) Balancer 保持关注，寻求赔率

核心理由：团队在积极做事，业绩有向上趋势

风险点：下一波牛市被替代的风险

需持续跟进和关注的点：1) 业绩不断向上 2) 团队的做事结果

5) SushiSwap Pass

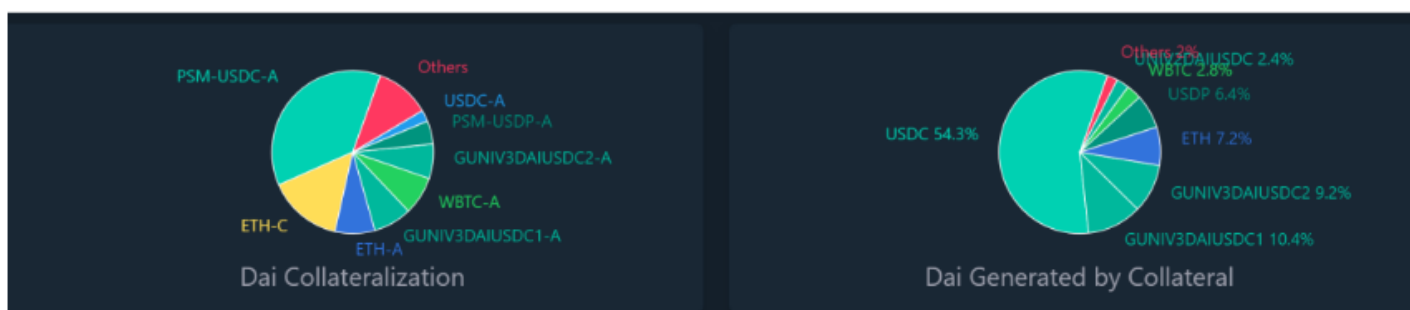
9. Defi协议之间的绑定关联

结论：各协议之间都有关系，短期不会影响格局。

但每方都有自己想扶持的合作伙伴，可最终是否真的可以实现，长期还需要持续观察博弈结果

- **MakerDao+Uniswap+G-uni**

具体表现：1) G-uni在MakerDAO 10%-17%，目前Dai生成又升到了22%；



2) G-uni在Uniswap的 DAI-USDC占到了95%以上的TVL份额；

(0.05%池) ——Arrakis 占比767/Uni 771；

(0.01%池) ——Arrakis 占比682/686 (Arrakis 本身也基本95%以上都是这两个LP) ；

#	Pool	TVL ↓	Volume 24H	Volume 7D
1	DAI/USDC 0.05%	\$771.94m	\$1.88m	\$39.95m
2	DAI/USDC 0.01%	\$686.67m	\$49.22m	\$135.45m

DAI/USDC Vault Overview

Total Value (\$)

\$ 767,141,866.60

Lifetime APR (Updated 4 hours ago)

~ 2.05%

Lifetime Fees earned (Vault)

\$ 0.00

以上Arrakis和Uniswap Curve的数据经大家讨论，有很大一部分原因：来自G-uni的循环贷（抵押DAI-USDC LP去合成更多的DAI），也就是Maker和Uniswap左脚踩右脚（其中最大可开50倍杠杆）。

• Frax+Curve+Convex

具体表现：

1) Convex目前尝试将 Curve 与 Convex 之间的模式套用在 Frax 上，需要看下是否能成功，目前 TVL差距还很大；

	CRV	Claimable (USD value) \$0	vAPR 20.97% ⓘ	My cvxCRV Staked — cvxCRV	TVL \$212.3m
	FXS	vAPR in cvxFXS/FXS pool 29.05% ⓘ	My FXS available to convert — FXS	My cvxFXS available — cvxFXS	TVL \$32.3m

• 2) Curve建立了Frax的兑换池

首先，TVL，Frax已经比3Pool还要多，但是资金利用效率上（3Pool是9.5%，Frax是0.15%）差距 还是存在的。

资金效率低，后续核心得看Frax的应用场景的建设。不过也可以看出 1-至少池子已经够支撑了，2-Frax在Curve生态的投票权重占比优势明显，后续如果在curve上搭建别的场景池子会有不错助力。

1. Uniswap, AAVE, Curve 等一代 Defi 已经名义上成为真正的基础设施，去年的所谓 Defi2.0 基本被证伪。真正的下一波 Defi2.0 可能是像 Rage Trade, Morpho Labs 这种基于一代 Defi 做的“叠加型”项目，或是 Synthetix V3, TraceDao 这种可以以合成资产方式触及链下与圈外世界的风格。

1) 抄底持有Uni CRV AAVE;

2) Morpho的介绍

2. 从 AAVE, Curve 要做稳定币不难看出，头部 Defi 项目正在 Build Stack，我们也许会在下一轮看到超越公链的超级应用。

1.基础业务的牢固性和积累了大量用户，具备做稳定币的基础；

2.稳定币会带来一些新的业务场景和模式：

1) 降低了自有资产流动性的一个成本；（USDD和波场）

2) 提高了Defi协议的LP的资金利用率。（Makerdao和Uniswap）

3. RWA 依旧不愠不火，甚至可以说无人问津。会不会最终像 NFT 一样，把名画烧了上链是伪命题，原生 IP 如猴子下链才是王道？所以链下资产上链的思路是错的（哦我大比原躺枪……），链上原生资产通过 Defi 或是某种形式下链出圈才是王道。

这点不是很认同，目前看到的Defi融资方向集中于两类：1) 线下资产的链接；2) 2B方向的拓展。