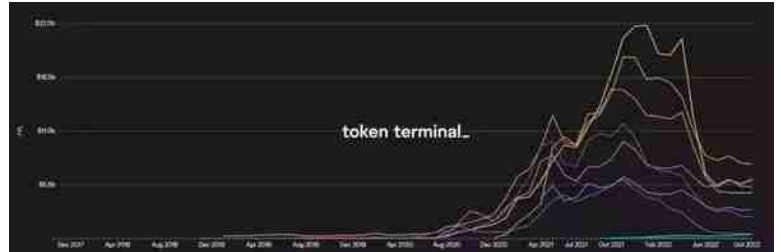


原文标题：《Real yield 背景下，DeFi 商业模式可持续性初探》原文作者：David，W3.Hitchhiker2020年的DeFi summer，虽然很多项目提供流动性开采和Token奖励带来了短期TVL的高涨，但其他项目通过Token的底线增发提供了更多的APY，资金涌向其他项目，导致了短期的TVL暴跌。这种价格战带来的大幅下跌，虽然DeFi成为短期内市场关注的重要热点，但实际上资金过于投机，导致项目无法持续进行长期的生态建设和提升。



上次的DeFi热潮在今年内以Terra和Celsuis等项目的崩溃声结束。随着熊市的到来，货币区行情的泥沼化，市场开始质疑DeFi的实际作用，很多人认为，除了傍氏的资金盘、玩偶、暴富传说等短期炒作外，DeFi可能没有太大现实价值。熊市的到来将导致投机资金的退潮，市场也将注意力集中在真正长期创造利润的DeFi项目上。由此，这个熊市DEFI的核心叙事逻辑Real yield诞生了。Real yield鼓励通过分享合同利润来鼓励持有Token并提供流动性，而不是基于本原Token的超额增发。资金使用效率之前的DeFi增长策略过于侧重于TVL的增长，通过无限增发Token吸引TVL，然后利用TVL创造相关收益(钱生财业的核心商业逻辑)。获得TVL是行业发展的前提，但TVL的规模和增速并不是评价协议商业模式的最佳指标。TVL不是协议本身所拥有的资金，而是第三方资金，从传统金融机构资产负债表的角度来看就像债务一样。只有在与更好的Token经济学合作，重点关注如何利用TVL增加收入以及合同拥有的资产(类似净资产)之后，TVL才是评估合同商业模式优劣的考虑指标。在这篇文章中我们主要引入总收入/tvl(Fee/tvl)指标来评估协议的单位资金利用效率。

该指标类似于传统金融框架下的ROA，是评价商业模式效率的中心指标。

TVL与总收入的结合经常注意不要单方面集中在TVL上。

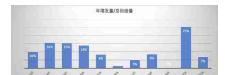
毕竟，资产太大也没赚多少钱意味着商业模式的某些核心方面效率不高。关注了上次DeFi项目中过度集中在TVL上的历史遗留原因在资金效率方面往往比不上新项目。同时，UNISWAP等顶级项目在资金效率上大大超过同行，主要为V3上的USDC/ETH池，用极小的TVL创造了巨大的交易量。在协议留存比例的同时，在前次DeFi中，一般DeFi协议一般通过引入流动性开采方式获得TVL，大部分收入无法留存在协议中。其中，以UNISWAP和MAKERDAO为两个极端。前者基本上将所有交易费收入分成参与流动性开采的LP，而后者不采用流动性开采，所有利息收入均归入协议。虽然Maker是贷款合同但考虑到其本质是稳定的货币发行，实际上不需要特别增加流动性开采，Maker可能会将实际所有收入留在协议中，引出协议真实净资产的概念，为未来的协议增加风控安全垫与TOKEMAK提出的协议控制资产(PCA)的概念类似。大多数项目为了调动流动性，将部分收入以奖励形式送给了LP，许

多主流项目将收入的90%以上送给了LP。我们认为，许多项目支付给LP后，需要保留一部分利润以应对团队支出、营销费用等其他费用，但实际上大多数协议似乎没有为这部分留出足够的预算。作为最近的明星项目，GMX在白皮书中明确表示，除了GMXToken奖励之外，LP(GLPtoken持有者)还获得了以ETH计价的平台费用的70%的利润(实际LP费用仅为49%)。

该安排为后期协议建设费用、协议自身的PCA积累等奠定了良好的基础。另外，GMX在自己的Token版本中也非常保守。好项目的标志是收益是用USDC、USDT还是稳定的货币分配的、或以块链的本机Token (如ETH或AVAX)的形式指定。Token赋予Token力量是自古以来就经常成为话题的话题。在牛市的背景下，Token给予力量的要求被束之高阁市场容易被新鲜故事和流行名词感动，共识是否捕捉到价值，Token持有者能否分享成长故事，往往不是炒房人关心的话题。无视Token的力量可能会遇到与TCP/IP协议类似的问题。——是。

TCP/IP协议是不可或缺的基础设施，但对相关人员没有任何价值。像现在的很多DeFi协定一样，也是将未来的金融系统中心化的“原语”无视Token的能力也会面临TCP/IP那样的命运吗？在支付LP激励、收入终于沉淀到协议水平后，协议需要面对流动性Token增发激励、团队和营销等多种费用支出，实际剩余的最终收益更少。为了分析上的方便，这里假设增发Token是最大的成本项目。

每年的增发规模可以在一定程度上反映协议本身对Token赋能的态度。



协议利润测算这里引入协议利润的概念，即协议留存收入—Token增发费用。项目是当年追加Token量乘以当前货币价格，该计算并不一定反映实际情况但是，它在一定程度上可以说明哪些DeFi合同在资金效率、合同保留、Token能力等方面显示出真正的利润前景。

代币名称	代币价格	TVL均值	总收入	收入/TVL	流动性挖矿 (-)	协议收入	增发 (-)	净利润
UNISWAP	6.73	7051	1149	16.3%	1149	0	673.0	-673.0
MAKER	865.04	13107	70.8	0.5%	0	70.8	0	70.8
PANCAKESWAP	4.56	4352	191.4	4.4%	130.2	61.2	534.6	-473.4
CURVE	0.9	14364	103.4	0.7%	100.5	2.9	460.4	-457.5
AAVE	75.79	10226	276	2.7%	259.3	16.7	60.9	-44.2
COMP	59.47	6226	148.8	2.4%	146	2.8	51.1	-48.3
GMX	42.95	244	87.8	36.0%	43.1	44.7	51.5	-6.8
DYDX	1.28	851	299.79	35.2%	227.99	71.8	108.2	-36.4
LYRA	0.14	49	23	46.9%	23	0	2.1	-2.1
YEARN	8100	2789	112.2	4.0%	107.2	5	0.0	5.0

DeFi不同课程的业务连续性

DEX:主要是通过提供交易服务获得交易费用收入的协议。交易费用收入分配给LP和Token的所有者，LP收入可以视为主要成本。根据费率的情况期货交易的收入一般远远优于现货交易的收入。

这主要体现在资金使用效率上。

因为衍生品交易是根据名义交易额(杠杆化后)征收的。

单位TVL的收益，UNISWAP (最高效的现货交易平台)只有GMX的三分之一。

其次，现货交易平台的费用有长期下降的趋势。例如，为了扩大交易参与者，UNISWAP被引入更便宜的POLYGON另外，为了与CURVE竞争，引入了稳定货币对0.01%的费用TIER，这些导致了整体资本利用效率的降低。贷款：提供贷款服务的合同主要通过提取利息费用或抵押低于贷款起始费用的住房贷款来获得收入。

项目主要是储户愿意支付的利息费用和GRANTS。

贷款平台从贷款业务中获得利息收入。为了最大限度地提高贷款的收入和收益性，除了单纯提高费用以外，还可以调整三个重要杠杆：资本效率、新客户和提高利润率。例如，Aave推出了核心产品的强化版(Aave

V3，提高资本利用率)和一些补充产品(GHO稳定货币和Lens Protocol

)，所有这些都旨在调整这三个重要战略杠杆中的一个或多个。尽管今年市场进入熊市，但Aave的资金使用效率却逆势上升，这在一定程度上表明其新战略是新产品战略的成功。担保不足的贷款产品，不需要抵押物的贷款产品，如电击贷款等，具有更强的定价能力。由于专注于合规性和组织客户(对冲基金、风险投资和市场营销)，它们将受益于竞争对手更高的进入障碍。同时，贷款套餐面临着价格战的压力例如，最近宣称提供免息贷款的平台获得融资，说明了整个贷款模式未来面临的价格压力。资产管理和流动性担保平台：资产管理公司从基于AUM的管理费、业绩和/或结构化产品的铸造和赎金中获得收入。

从长远来看，这种模式的利润质量更强，更难受到价格战的影响。

问：哪个DeFi模式更有前景？“real

yield”可能是更可靠的评估方式，但这种流动性采购模式并不完美。另一方面，由于合同为了向相关人员提供价值而需要获利，所以对于用户较少的新项目来说没什么效果。新项目往往需要诉诸流动性开采以吸引TVL和交易员。另外，如果合同要求Token所有者分配收入，则意味着用于营销、社区建设和研发的资金很少。

从长远来看，单纯看协议利润来评价项目发展前景可能会起到反作用。原文链接律动块Beats注意、中银保监会等五部门2018年8月发布的《关于防范以「虚拟货币」「区块链」名义进行非法集资的风险提示》文件显示，请公众广泛理性看待区块链，不要盲目相信花哨的承诺树立正确货币观念和投资理念，切实增强风险意识对发现的违法犯罪线索，可以积极向有关部门举报和反映。