

Crypto的共享结算和开源软件作为DeFi内的重要竞争维度，强调流动性。因为这些技术属性否定了监管定位和高转化成本等重要传统维度

。大多数DeFi协议通过向LP收取交易级费用来减少流动性以获得收入。这恰恰相反。因为流动性是协商竞争的重要特征。如果对发行的令牌有足够的需求、发行稳定货币等流动性的DeFi商业模式的利润和防御性要高得多。用利息赚取收入的流动性发行商业模式与DEX和货币市场等典型金融服务相结合是一种更加优化的模式

因为把收入的负担从有限的伙伴那里转移。顶层DeFi协议(如Aave和Curve)开始集成到此模型中，根据稳定版本的数量，底线收入可能会增加约40-100%。

任何行业采用新的技术范式时，最初商业模式都与旧模式非常相似。网络继承了以前的印刷出版物，最初通过静态广告获利，后来位于动态拍卖和直接订阅。DeFi用基于交易的费用货币化

追随传统金融前辈的脚步。例如，DEX可以向流动性提供商(LP)收取掉期费用，并在货币市场上收取部分应计利息时收取费用。采用上述范式的商业模式历来幼稚而不成功

因为没有考虑到新技术带来的不断变化的竞争环境。开源软件、共享结算、标准化集成(令牌)严重侵蚀了传统金融所享受的监管和转换成本的护城河，并在此过程中改变了DeFi的基础性竞争格局。

因此，要理解DeFi商业模式的发展方向，必须更广泛更好地把握DeFi与加密货币竞争的本质。DFI的竞争维度可以按行业归纳为公司微调的几个重要变量

通常以牺牲另一个变量为代价，与其他公司竞争。传统金融服务的监管定位、成本转换和技术规模是定义竞争格局的重要维度。但加密货币的开放性和共享结算属性否定了一些重要的传统竞争维度

强调了其他竞争维度。因此，DeFi主要在10个维度上竞争。
流动性：深厚的流动性使协议能吸引更多的用户和更多的交易量。

信任：以可靠的团队、品牌、审计的形式确保用户的安全。
回报：高回报与信任和流动性相结合，可以吸引资本和用户。
费用：通常较低的费用会吸引更多的用户和数量。

可用性：客户必须能够在下游使用产品。

例如，稳定货币需要在其他市场广泛使用才能具有竞争力。
用户体验：简单或全面的用户体验可以吸引不同类型的用户。

可组合性：设计为可组合的合同将有更多的潜在客户。

资本效率：存款的使用效率如何？

从而通过合同获得收入，以更高的收益率驱动用户。

可扩展性：可以安全地处理协议中的大量资金。 专业化：设计特定用例的协议。
例如，集中流动性可以吸引专业用户而不是限制市场规模。 在这十个维度中

流动性是目前最重要的变量。

这是最富裕用户群体中产品性能和用户增长的最终制约。 因此，阻碍流动性增加的商业模式，例如向LP收取交易费用的商业模式，在最重要的竞争维度上优化不充分

。 开源代码进一步加剧了无法维持交易费用的竞争力，开源代码可以通过任意设定的费用轻松复制。

从DeFi费用相对于交易量的比例稳步下降来看，可以看出协议之间的流动性之争。

DeFi手续费下降DEX的决定性竞争特征是流动性。

因为巨大的流动性意味着更低的滑坡，可以支持更大的交易。

随着Sushi的Uniswap分支，竞争格局发生了变化

因为，几乎相同的协议突显了用户的费用意识。

Uniswap后来通过发布V3做出了回应。 这包括低成本等级和LP的精细资本效益。

因此，DEX总费用与交易量的比例开始逐渐下降

。 除了现有的30个基点池外，Uniswap V3最初引入了5个基点和100个基点的费用等级

。 由于较低的掉期费用，Uniswap将其交易量的市场份额从2021年1月的不到50%增加到8月的接近70%。

但是，这是以将协议的费用效率降低近三分之一的额外成本为代价的。

到2021年第四季度，Curve流行的veTokenomics和日益流行的替代链对流动性的竞争加剧，需要引入一个基点费用等级，进一步降低整体成本效益。 实际上

、开放源代码、有竞争力的协议设计以及流动有限合伙人资本的便利性使交换费用减少了——，自2021年初以来成本效益下降了近50%。

货币市场面临着相似的命运

因为激励的降低和竞争由于流动性而越来越受费用的左右。没有传统金融竞争壁垒的3354封闭源IP、内部处理规模和高转换成本3354，流动性水平成为决定性的竞争特征，在DeFi中交易水平的费用越来越低

。因此，从有限合伙人那里收取费用对大多数合同的竞争定位来说恰恰相反。但是，并非DeFi的所有商业模式都是平等的

。加密货币的重要属性——，即用作银行的能力3354协议，可以在不增加LP费用摩擦的情况下间接获得收入。当前DeFi商业模式的分类

DeFi有四种主要的商业模式，每个模式在五个主要领域产生了不同的收入和竞争情况。总收入：可以为合同和LP提取很多顶级收入。

盈利能力：协议可以获得自己收入的相当大的一部分。

进入障碍：竞争对手推出竞争产品的难度。

护城河的可持续性：协议在今后很长一段时间内保护该护城河的能力。

网络效应：模型用户或流动性网络效应的强度。Match MakerMatch Maker协议是一个满足流动性提供商和服务需求的双向市场

。该协议的逻辑有助于为最终用户提供金融服务，包括交换令牌和发放贷款。为了使最终用户获得执行这些服务所需的资金，该协议必须从有限的合作伙伴那里获得流动性。这样的商业模式的例子包括DEX

例如，美国交换。费用通常适用于事务处理层，可以发送到LP或合同保险箱。由于DEX和贷款等服务是基础组成部分，这种商业模式的整体收入潜力非常大。但是

，鉴于来自LP的流动性从竞争的角度来看是最重要的，费用主要(如果不是唯一的话)被LP推高，Match Maker商业模式的盈利能力大幅下降。考虑到开源代码和高费用的竞争

护城河的可持续性和网络效应的建立被削弱了。流动性服务是最纯粹的形式，流动性服务为用户提供一系列属性的资本转换，以换取另一属性的资本。事实上，这份合同有几个风险

，将具有更理想属性的资产作为交换发布给用户。一个例子是MakerDAO，它采用ETH等不稳定的抵押资产，发行稳定货币DAI。Lido是流动性服务合同的另一个好例子

，因为接受了ETH，回到了质押赚取利息的stETH，所以具有强化的双重属性，可以赚取质押奖励，同时也是以太体的流动形式。

虽然总收入前景下降，但流动性服务几乎以所有收入为收入

，因为执行协议不需要LP (见第2行和第2列)。

但本协议承担了确保衍生令牌在下游协议中被广泛接受的初始费用。

否则，用户几乎不使用本协议的服务。虽然成本可能很高，但这些激励措施广泛采用了衍生令牌其结果将产生强大的流动性网络效应，成为未来竞争协定的进入壁垒

。例如，相对较新的流动性服务合同(如Frax

)在需求合同(如DEX和货币市场)中广泛使用令牌面临着巨大的激励障碍(成本)。

资产管理器资产管理器是一种将用户收入的资金引入各种基本原始合同(如DEX AMM池和货币市场)的合同

。这些协议通常通过战略治理控制(Convex)或自主收益农业战略(Yearn)向用户提供某种形式的增强收益。

资产管理协议的总收益有限，因为收入机会往往受协议规模的限制

。盈利能力总是受到市场上可用的一般收益率的限制。

这是为了拒绝使用户的预期盈利能力低于市场公认的无风险利率的费用。

另外，收益战略可以广泛利用，不断变化

、理财协议缺乏明显的进入壁垒和防御性(Convex是例外)。

由于战略收购了CRV，这是Curve市场竞争的护城河)。服务提供商

服务提供商通常以原始合同为中心提高服务的可用性。在InstaDapp和DeFi Saver等项目中，用户可以使用Aave等协议添加自动化和交易捆绑。

这些APP竞争主要是在一些表面功能上进行的，因此总体收入和盈利能力大大低于其他DeFi业务模式。

另外，由于可以轻松复制表面特征，潜在竞争对手的准入门槛很低。

虽然服务提供商模式在客观上是四种业务模式中最弱的，但其他三种模式的相对绩效可以通过盈利能力和规模进行比较评估。比较DeFi商业模式的绩效

那些净利润(定义为合同收益减去激励)和它们的相对总价值锁定)描绘了顶级合同，表明了顶级DeFi商业模式的好处。右上象限代表最赚钱、规模最大的协定

，两个最大的流动性服务合同Maker和Lido主导。这两项协议都在建立对其衍生令

牌的有机需求方面取得了切实的成功，带来了规模、收入和防御能力。

Uniswap和Aave等顶级经纪人协议位于中心附近，接近左上象限，反映了利润潜力，但也反映了竞争加剧、规模有限。虽然Match Maker集群有盈利前景

但是，以现在的商业模式是不可能的。为了获利，Match Maker合同需要增加交易费用的部分。

这将减少对LP的需求，从而降低整个合同的利润潜力。相反，为了实现高收益性

，Match Makers可能需要彻底改变商业模式。Match Makers采用了以前的技术范式的交易费用模型，但业务模型中未能包含加密的独特方面。

加密技术堆栈的一个独特方面是使协议能够像自己的银行一样高效地工作，并发行信用和流动性。

与以前的范式不同，根据定义，银行是没有开放技术访问权限的独立实体

，没有理由将Match Maker模型等金融服务合同与加密货币的流动性服务分开。

事实上，Match

Maker协议具有战略优势，因为它是对发行的派生令牌的自然有机需求

解决了独立流动性服务模式面临的需求激励问题。随着这几年协议的反复，这种金融服务(需求)和流动性服务(流动性服务)的混合模式开始趋同。

商业模式融合：提供服务

顶级DeFi协议(如Aave、Curve和Frax

)将协议扩展到更接近具有需求服务的混合业务模式(如DEX和货币市场)

还有像稳定货币这样的流动性服务。

Aave和Curve为了与各自的货币市场和DEX结合，发表了稳定货币。

它们拥有现有的稳定货币

而且，最近推出了FraxLend和FraxSwap，努力拥有需求渠道。与Match Maker业务模式一样，现有的服务用户消费着DEX交换等金融服务

还有提供资本促进服务的LP。Match Maker模型和Supply Services模型的核心区别在于引入了第三个用户：流动性消费者。

这个用户铸造了协议的派生令牌

该代币具有价格稳定性等理想属性，但没有存款的抵押品。

作为回报，向协议支付利率费用。派生令牌铸造后，可能会被另一个协议使用，或者作为协议本身的需求服务的流动性

中，令牌可能具有内置于协议设计中的某种结构优势。流动性服务和需求服务相结合可以带来比纯媒体和流动性服务协议更好的巨大优势。

控制需求：与通常承担刺激下游需求的较大激励成本的流动性服务模式不同，供给服务合同中存在需求合同，可以在合同设计中规定其派生令牌的使用。

与需求服务分离的费用负担：由于派生令牌持有者直接向协议的国库支付利息，利润负担由对LP的征税转移。

这最大限度地发挥了协议的流动性潜力，这是DeFi协议的重要竞争维度。

收入可扩展性：企业通常希望为服务定价并根据服务需求进行调整。

例如，订阅是固定价格的，无论产品使用多少都不会改变。

与随使用量增加的费用相比，这在金融服务中是第二好的

。由于衍生代币获得的利息收入与铸造的数量有关，该协议的总收入将随着其流动性和效用而扩大。协议的设计维度：为铸造衍生令牌而存储的抵押品，为设计协议的需求服务开辟了另一个自由度。例如

，抵押品作为另一个流动性来源可以在需求服务中重用。

Curve提出的crvUSD就是这样做的。

其抵押品用作AMM流动性，抵押品已获得利息收入

因此，该AMM池可以征收市场低价掉期费用，以吸引更多的交易量。供给服务的最终状态属性比其他DeFi商业模式更具优势，但在达到最终状态时存在较强的路由选择因素

。使用供应服务模型启动新协议是不现实的，因为可能没有足够的需求来强制使用衍生令牌。当然，现有协议和新协议的路径是从Match Maker协议建立服务需求

、或Liquidity Services协议开始，建立衍生令牌的大量供应。处理现有需求可以视为一种自上而下的方法，从现有供应开始类似于自下而上的方法。

自下而上的方法可能比自下而上的方法更有效。

因为自下而上的方法需要相当多的激励措施来刺激服务需求。

流动性服务模型的核心是需要刺激对衍生令牌的需求

。启动有竞争力的DEX或货币市场并不能消除这些成本负担。因为，使用这个新合同需要在——上大量投资。特别是在新添加的合同没有提供与现有解决方案相比更有价值的差别的情况下。于是，我决定

自上而下的方法更有吸引力，因为它不会承担几乎同样沉重的激励成本。实际上，可以利用现有的市场份额来决定使用新的衍生品和稳定的货币，但合同的附加成本很低。也就是说，假设通货膨胀的激励是成本形式。另外

，抵押品或新的衍生令牌本身可以作为单独的设计工具来实际获得更多的需求。因为这份合同具有降低费用、实现差异化功能的灵活性。衍生令牌为直接协商获得利息收入，建立了不可分割的护城河

因此，采用供应服务模式可能会合理地影响合同的整体评价。供给服务模型的评价效果用于解释供给服务模型的采用，即CDP稳定货币的启动所带来的潜在评价影响

假设衍生令牌的合理供应和新的协议收入，可以将协议的新头寸投影到协议收入评估区间。

协议收入评估区间是一组协议，以分销市值与每个协议的最新协议收入的比率绘制

。这一波段表示市场目前分配协议收入的评估倍数。因此，如果能够估计未来的商定收益，假设市场维持估值结构，则波段内定位的变化将代表潜在的估值变化。

假设为Aave的GHO提供2.5亿美元的新稳定货币供应，年利率为2.1%(Aave最低的稳定货币利率)，则该合同的底线合同收入将每季度增加130万美元

比现在的数字增加了近50%。

假设相同合同收益的估值倍数，市场价格也将上涨50%，预计总估值为14亿美元。随着来自GHO稳定货币的追加合同收入和设想市场价格的增加

，Aave的价格占总收入(总收入减去激励)的比率将达到11倍，仍然低于竞争对手Compound和Euler各自的80倍和18倍。

最近发表crvUSD稳定货币白皮书后，Curve的估值上升了近30%。

假设2亿美元的crvUSD，约为3pool的三分之一。

假设利率为2.1%，协议评估倍数一定

，Curve目前的合同收入预计将增加一倍以上。Curve的veTokenomics虽然针对流动性进行了优化，但无法真正发挥协议的收益(掉期交易量)。

因此，通过可以根据流动性(TVL)扩张的新收入线可以获得很大的利润。在2021年的牛市中，Curve吸引了200多亿美元的TVL但对TVL的总收入仍然比竞争对手DEX Uniswap和SushiSwap低20-40倍。通过插入该稳定货币

，Curve目前将共生优化流动性的代币经济模式与主要协议收入线相匹配，通过额外的流动性获得更多收入。

另外，Curve的稳定货币在AMM矿山被抵押，稳定货币已经赚取利息

因此，可以将费用设定得低于竞争水平以获得新的市场份额。这是一个可用于配置服务模型的扩展协议设计环境示例，可用于在产品级别实现竞争优势。结论

DFI协定目前正在尝试新的商业模式。

强调流动性的竞争力是因为获得LP的资本和协定削减交易费用显然不一致。相反

，Aave和Curve这样的顶级协议采用提供服务的混合商业模式。在该模型中，协议发行抵押债务稳定货币，直接获得协议利息收入，LP不需要额外成本(假设市场利率资本成本)

这种模式具有竞争优势和财务优势。在竞争方面，发行稳定的货币是分不开的。这是开源协议之前竞争的弱点，在领导者和潜在的挑战者之间制造了护城河。在财务上，稳定货币的利息收入直接流入协议资金库

解决了协议向LP收取费用的长期挑战。随着竞争定位的改善和底线收入的大幅增加，采用该模型的协议有望重新评估各自的估值。例如

，Curve可以通过发行2亿美元的稳定货币使合同收入翻倍。

如果评价倍数保持不变，这也将使评价加倍。

(请注意，这只是对——市场的简化，而不是。

评估倍数根据市场整体前景而变化。

如果该模型在财务和竞争方面成功，随着加密业务模型越来越符合技术堆栈的定义，其他协议将来可能会采用调整。