加密进化论 02 期｜OKX Ventures &amp; Multicoin Capital &amp;1kx：DeFi 通往何方

混沌值飙升的背景下，如何更清晰的感知周期性，发掘未来的叙事趋势显得十分关键。而投资机构作为创新叙事捕手，嗅觉一直相对前沿。鉴于此 OKX 特别策划《加密进化论》专栏，邀请全球主流的加密投资机构一同围绕当前市场的周期性、新一轮叙事方向以及细分热门赛道等话题进行系统化的输出，抛砖引玉。

以下是第二期内容，由 OKX Ventures 、Multicoin Capital 与 1kx 共同围绕“DeFi的现在、过去与未来”等话题展开，希望他们对DeFi赛道的洞察与思考对你有所启发。

关于 OKX Ventures

OKX Ventures是领先的加密资产交易平台和Web3技术公司OKX的投资部门，初始资本承诺为1亿美元。它专注于在全球范围内探索最好的区块链项目，支持前沿的区块链技术创新，促进全球区块链行业的健康发展，并投资于长期结构性价值。通过对支持区块链行业发展的企业家的承诺，OKX Ventures帮助建立创新公司，并为区块链项目带来全球资源和历史经验。

关于Multicoin Capital

Multicoin Capital 是一家以研究驱动的投资公司，专注于投资能够重塑万亿美元市场的加密货币、代币和区块链企业。我们管理着一家对冲基金和多个风险基金，涵盖公共和私人市场的投资。

关于1kx

1kx是一家专注于生态系统增长的加密投资公司。我们致力于探索网络建设的艺术与科学，关注将去中心化的理想未来变为现实。我们相信，社区驱动的软件将赋予代币网络几乎无限的潜力，进而影响全球经济与社会。在1kx，我们支持杰出的创始人启动代币网络。我们的社区参与度首屈一指，作为代币模型创建、设计与迭代的实践顾问，我们帮助Web3领域最优秀的创意找到增长和经济可持续性的路径。

### 一、DeFi 的过去和现在

#### 1、复盘过往，DeFi 能够驱动加密市场增长的核心是什么？

OKX Ventures (Esme Zheng)：DeFi 兴起追溯到2018 年，以太坊创始人 Vitalik 当时提到金融会成为区块链最先应用的先锋。2018 年至 2020 年间，DeFi 协议分为三个主要方向：去中心化稳定币、现货交易和借贷。

首先，以Maker 推出的DAI为主的去中心化稳定币作为链上经济体的原生货币和交易媒介奠定了DeFi生态系统的基石，而Uniswap 和 Bancor 等引入非托管形式的点对点交易的去中心化自动做市商机制的DEX协议的出现则让行业开启利用区块链技术来实现无需中心化实体或中间人的条件下允许用户保留对资金控制权的同时完成交易的先河。DEX的发展不仅为跨境交易开辟了新机会，也为合成资产和稳定币等新金融工具铺平了道路。

随着 DeFi 需求的增长，协议数量呈指数级扩展，一类为用户提供交易 Token 的手段，另一类支持借贷和质押资产。至此，传统金融市场中的三个核心金融原语已经通过去中心化手段完成。虽然去中心化流动性池在 AMM 中被广泛使用，LP 代币也引发了 DeFi 创新的连锁反应，但如果没有足够的流动性，DEX 的代币交换功能会受到限制，用户在大额交易时将面临高滑点成本。这种需求催生了流动性引导机制，Yield Farming 和流动性挖矿因此成为新协议吸引资本的重要手段，推动了 DeFi Summer 的爆发。

2020 年后，DeFi 二层（2nd Layer）开始兴起，传统金融中的成熟金融模块被引入去中心化世界，保持金融原理的相似性，但强调 Code is Law 以及“trustless”和“permissionless”等理念。这个阶段催生了如 dYdX 的衍生品交易平台、期货合约和期权、以及结构化金融。此外，以 Lido 为代表的流动性质押协议推动了以太坊质押率的快速提升，随着链上的质押体量增加，我们进一步支持了SSV的DVT技术，为节点运营层面带来更为去中心化且安全的方案。而后 Layer 2 技术的成熟大批 Rollup 的上线, 以及比特币等生态的发展，区块链世界也面临更大的流动性割裂的问题，市场对安全且扩展性强的跨链资产解决方案的需求愈加迫切。在这一背景下，我们投资了 Orbiter 和 Zeus 以推动跨链 DeFi 的发展。

如果说在 2022 年之前，人们在区块链这片荒芜的土地上构建了各种金融积木，搭建了为全球金融交易服务的框架。那么2022 年至今，DeFi 的最大变化是与现实世界的联系加深。像贝莱德这样的传统资产管理公司开始涉足 DeFi，推出基于以太坊的代币化资产基金，为用户带来链上的稳定收益。同时，关于链上经济安全讨论增多，Eigenlayer 和 Babylon 等项目致力于解决区块链的安全性和经济效率问题，类似 StakeStone 和 EtherFi 的生态项目也相继兴起，提升了链上金融产品的安全性和透明度，并为用户提供更多选择和更高收益潜力。

DeFi 的繁荣源于对 Open Finance 的追求，去中介化降低了交易成本。通过智能合约和区块链技术，使得DeFi 提升了交易速度和透明度，增强了市场流动性。同时，DeFi 在实现普惠金融，让更多人参与并受益于金融市场层面意义重大。

Multicoin（Kyle Samani）: OKX Ventures已经阐述的很详细，尤其是在回顾 DeFi 发展路径上。我们在这里主要讲述下DeFi 之所以繁荣的几个原因，因为在过去几年里，它提供了一些 CeFi 无法提供的独特价值主张：

1. 允许在保持资产自主管理的同时进行交易、借贷等操作。

2. 能够在 CeFi 交易所上架这些资产之前，提前获取长尾资产。

3. 能够交易 NFTs。NFTs 在 CeFi 上几乎没有交易量。

1kx（Mikey 0x）: 推动 DeFi 被逐渐采用的第一个应用场景是现货交易。在 2020 年之前，MakerDAO 和 Uniswap 已经建立起满足链上买卖代币的主要需求。而Uniswap 则是创造了一种新型用户，即被动市场做市商。特别是 Uniswap V2，在这个版本中，没有任何流动性提供者拥有定价优势，所有人都在同一曲线上提供价格。DeFi 通过服务新币，增加了交易量，并利用监管套利获利。

第二个应用场景则是优化收益回报的协议。2020 年，Yearn Finance 引领了 DeFi 农场时代，让用户通过代币通胀获得被动收益。这些原生代币的流入源于人们希望质押它们以获取收益，此举带动了价格上涨，吸引了更多关注，最终形成了飞轮效应。随后出现的 DeFi 2.0 进一步推动了价格投机，承诺更高的收益，并吸引了大量流动性。

DeFi 在过去几年迅速兴起的第三个原因是链上交易机制的进步，尤其是 Uniswap V3 和链上订单簿的出现。比如，CowSwap 引入了一种优先考虑用户利益的模式。Uniswap V3 更接近传统订单簿，为流动性提供者可以定制自己的价格范围，还可以集中流动性，从而实现更好的链上价格执行，提升了链上交易的吸引力。而永续交易平台如 dYdX和 Hyperliquid 则创造了更友好的用户界面和体验，还积极推动完全去中心化的进程。另一个值得关注的协议是 GMX，它首创了池化永续合约模型，使被动流动性提供者可以从平台用户的交易费用和对手方利润中获利。总体而言，L2 的发展推动了该领域用户数量的增加。目前，Uniswap 每笔交易的平均金额从 DeFi 初期的五位数下降到如今的不到 100 美元，这清楚地反映了散户大量涌入 DeFi的趋势。

#### 2、DeFi领域主要面临的挑战？

OKX Ventures (Esme)：我们认为目前DeFi的发展主要面临三方面的问题：

首先基础设施相较于传统金融仍有待提升。DeFi的市场和用户规模相对加密行业的其他赛道是更为成熟的，但基础设施方面，相比于传统金融仍然是落后的。比如，在支付场景中，传统金融系统拥有银行分支机构、ATM 机和广泛的金融网络等基础设施，可以为人们提供更便捷的服务，但Crypto的支付仍然面临使用不便和效率低下的问题。因此，能够改善用户体验，降低使首次使用用户门槛的基础设施是的值得关注的，比如账户抽象, 智能账户集成等。

其次是流动性碎片化问题。现阶段，链上资产和交易量分散在不同生态中，而且同一生态中的流动性也集中在不同头部协议的池子中，这种流动性碎片化的情况导致了目前链上交易成本增加、交易速度变慢和杠杆机会减少等问题，进而影响了用户的交易体验。虽然有些互操作性、可组合性高的协议能够放大流动性效率，但鉴于不同金融协议标准(比如风险管理)不同，安全等级不同，这就无形地增加了DeFi生态的系统性风险。

最后是协议治理效率较低。目前，DeFi协议的治理主要依赖人工静态方法管理协议风险参数。智能合约处理外部数据需要复杂的可信基础设施，单一可信 API 难以保证数据准确性。因此许多协议面临的挑战是如何将逻辑和依赖关系从底层原语中剥离，创建更强大的高级服务市场，引入动态治理的同时尽可能减少合约攻击面且有效地统一流动性。

Multicoin（Kyle Samani）: DeFi1.0 时代专注于定义和构建基础金融原语，如现货交易、借贷和跨链桥等，这些要素已经完善，为 DeFi 发展更复杂的产品奠定了基础。我们认为 DeFi 的下一个重大机会在于衍生品市场，如永续合约和期权。衍生品面临的主要挑战是在市场波动期间的性能表现，因为 DeFi 衍生品系统非常复杂，对技术要求极高。目前，DeFi 正逐步具备可靠支持链上衍生品交易的能力。一个显著的例子是 Drift，它原生构建在 Solana 上，这是一条高性能链，专门设计用于托管永续合约等 DeFi 应用。

1kx（Mikey 0x）: 在 DeFi 市场，现货交易、永续合约、借贷、政策框架、MEV（最大可提取价值）和支付等方面都有许多令人兴奋的发展。=

当前的主要趋势是垂直整合。永续合约平台不仅推出 memecoin 启动平台，一些还创建了整条链生态系统或稳定币。这种做法的核心在于吸引用户，形成粘性生态系统的 DeFi 项目将拥有强大的护城河。基础设施的进步也推动了这一趋势，例如 Fastlane、Sorella 和 Semantic 正在将 MEV 从技术复杂的参与者转移到协议、用户交换或流动性提供者等上游实体。

在核心 DeFi 原语方面，“DeFi 3.0”浪潮正在兴起，目标是提高可组合性和效率。Morpho 在借贷领域通过引入保管人角色改进市场结构，Euler 即将推出 v2 版本，专注于满足多样化需求。Uniswap v4 则在流动性提供中融入了更多灵活性，并计划推出期权、永续合约和预测市场等长尾应用。

而在我们看来，目前的主要挑战是提供与中心化交易所相媲美的用户体验，尤其是吸引用户进入 DeFi。去中心化交易所（DEX）的现货交易量比例一直较低，永续合约领域更是如此。由于所有操作都需与区块链交互，这一挑战更加艰巨。账户抽象（ERC-4337）以及由 Safe\* 和 Rhinestone\* 等项目支持的智能账户正在朝着解决这些问题的方向发展。

### 二、新周期下的 DeFi “业态”

#### 1、接下来，DeFi 将扮演怎样的角色？

OKX Ventures (Esme)：大部分存活至今的DeFi项目表现更加稳健，相比其他很多领域虽然没有投机性的短期叙事和概念，但是币价和基本面、业务收入等有更强的相关性，更显蓝筹的底色。当前周期主要围绕 ETH 和 BTC 再质押以及几个新的 L1 和 L2 展开，它们正在争夺少数现有用户。DeFi 的当前阶段受到重大趋势的支配。协议正在从整体结构转变为更小、更细粒度的原语。这个阶段的开发者也将受益于新的独特生态系统。

早在 2020 年的 DeFi 之夏，以太坊牢牢占据了 DeFi 领域的主导地位，占所有网络 TVL 的 95% 以上，现在降至约60%。总 TVL 的近三分之一被竞争对手 L1以及各种L2网络所瓜分。我们也看到比特币占 TVL 总额升至近 1%。代币标准Ordinals和Runes的出现在比特币上引入了 DEX，并创造了比特币NFT和memecoin的新市场。

Yield也成为了新常态。最新的两种 DeFi 叙事——原生收益和再质押——非常受欢迎。在 2024 年的前六个月内，EigenLayer 的 TVL 从13 亿美元飙升至 200 亿美元，使 EigenLayer 成为仅次于 Lido 的全球第二大 DeFi 协议。不可否认，流动质押协议、再质押、原生收益和 RWA 代币化在当前周期正在创建一个更加活跃的 DeFi 生态系统。

Multicoin（Kyle Samani）: 每个新周期都会出现一个新的趋势。上一个趋势是关于 NFTs 的，而这一周期的趋势则是关于 memecoins。几乎所有的 memecoin 交易活动都发生在 Solana 上的 DeFi 生态上。而这并非巧合。Solana 提供了快速、低成本的交易，降低了用户入门和交易的门槛。此外，所有的 memecoin 都是通过链上流动性原生推出的。

1kx（Mikey 0x）: 我们认为在加密原生方面：DeFi 将继续扮演它一贯的角色。用户可以访问允许他们进行杠杆操作、交易、借贷和获取收益的协议。该领域的创新使用户参与这些用例变得更加高效和廉价。特别是在 memecoins 方面，令人感兴趣的是，这些代币更倾向于在 V2 而非 V3 上部署，可能是因为 V2 的流动性管理更为容易。

在机构方面：DeFi 将有助于使这一领域合法化，因为银行和金融机构正在开发越来越多的用例。在现实世界资产（RWA）方面，很多进展部分得益于像 Blackrock 和 Franklin Templeton 这样的参与者。关键的加密原生参与者包括 Ondo 和 Superstate\*。截至撰写本文时，链上代币化的美国国债规模已接近 20 亿美元。

许多团队正在构建框架或全新的区块链，以遵守现有的美国反洗钱（AML）和了解客户（KYC）相关法律。Aethos 和 Sphere 是两个值得关注的参与者。

#### 2、新周期中，DeFi 创新会朝什么方向迭代？

OKX Ventures (Esme)：DeFi 的第一阶段主要由人为的财务激励驱动，但下一阶段应该更加实用、有机和简单，以验证其作为传统金融平行金融系统的可行性。其中，围绕入驻新用户所需的关键基础设施（例如法币出入金、智能账户和账户抽象）必须得到显着改善，以吸引下一波百万 Web3 用户。诸如 Infinex（由 Synthetix 创始人创建）、Gnosis Pay 等协议以及其他一些协议正在帮助解决这些问题。

为了提升用户体验，促进大规模采用，当前所有的 DeFi 应用（如交易、跨链、钱包等领域）都可以围绕“意图”重新设计。基于意图的桥或将成为最大的赢家。例如，Across 和 Connext 等协议正在从现有的中继桥设计转向意图驱动的模型。此外，UniswapX 也在进行一些基于意图的创新，一些永续协议尝试了类似 Symmio 的意图驱动方式，但发现吸引做市商参与以完成所有交易是一个挑战。

而为了实现“通用意图”，一些基础设施开始构建意图层，旨在为实现特定意图的DApp提供必要条件。通过这种方式，链上用户体验将变得如使用传统 App 一样流畅。过去需要在多链之间执行复杂操作（如打开跨链桥、签名资产跨链、支付跨链费用、切换网络与 DApp 交互、支付交易费用）的流程，现在可以简化为一个步骤，即用户只需对想要完成的交易进行一次签名。

DeFi 的未来必然是分层的，结合更细粒度和可组合的金融原语，以便开发者创建新协议，为机构提供强大金融服务，并改善用户体验，从而消除散户采用的障碍。比如模块化借贷所解决的基础层功能逻辑以及抽象层，聚合层等分别确保可访问性以及用户友好。相比集中式数据库和服务，区块链本身非常低效，但其无需许可的访问和可组合性，以及选择自我托管或信任服务提供商的能力，足以弥补我们用户所面临的成本和麻烦。如果有更好的方法执行这些原语，大多数顶层协议和服务提供商能够将用户迅速迁移到新的原语，因为更高级的服务已设计为模块化。例如，Uniswap 正在迈向模块化 AMM，最终将转变为本地流动性层，许多流动性和货币市场将建立在该层上。Uniswap 正朝着以太坊的 以Rollup 为中心的路线发展，将 Hooks 视为创新发生的地方，保持基础协议简单。而v5 则可能将 Uniswap 带向应用链。

Multicoin（Kyle Samani）: 迄今为止，在 DeFi 中最重要的设计领域是链上衍生品。它们提供了一种高效的结构，可以交易几乎任何资产。我们正在将大部分精力集中在这个领域，尤其是与我们的投资组合公司 Drift 密切合作，因为我们认为他们目前拥有市场上最好的 DeFi 衍生品产品。

1kx（Mikey 0x）: 如前所述，主要趋势是协议通过垂直整合来捕捉价值。值得关注的是，垂直化如何导致流动性碎片化，以及因此引发的用户流失。尽管链抽象工具和 gas 抽象可能会使资本在不同的 rollup 和生态系统之间流动变得更加容易，但当协议成为生态系统的一部分时，它们会获得更好的可发现性。例如，许多 Berachain 生态系统中的团队仅仅因为他们在 Berachain 上推出项目，就能够成功融资。此外，非 EVM 生态系统在未来一年中也有机会获得显著的市场份额。

### 三、机遇和相应的投资逻辑的迭代

OKX Ventures (Esme)：在我们看来，实用性将成为DeFi最有力的叙事，而DeFi本身已是一种趋势。我们始终坚信，抢先进入市场并非关键，真正的长期赢家往往是那些首先实现产品市场契合的人。

目前，主要用例围绕以太坊和比特币的再质押以及使用再质押协议保护的AVS展开。此外，新的L1，如Berachain，正带来显著的经济变革，可能催生在其他链上难以实现的DeFi新原语。

我们认为，共享经济安全的概念在此阶段至关重要。通过优化PoS链的财务承诺来提高网络安全性，从而增加攻击成本。EigenLayer和Babylon等项目正在推动这一方向的发展。EigenLayer通过再质押机制释放生态系统中的流动性，而Babylon则通过检查点提供额外的安全层。这些机制不仅增强了安全性，还减少了AVS扩展验证节点的需求，缩短了质押者的解绑时间。随着运营网络的经济激励和技术迭代的演变，我们将见证不同解决方案对共享经济安全的探索。

经济模型和收益模式也将迎来变革。DeFi将逐步转向真实收益模式，以实际收入而非代币激励来奖励用户。例如，Aave的新代币经济模型通过协议收入降低$AAVE的抛压和排放，并通过回购增加价值捕获。Aave还引入了新的安全模块Umbrella，将不同资产的风险隔离，提升系统安全性。对于DeFi，要么是通过Ponzi炒作共识，要么是通过真实收益推动协议摆脱对治理代币的依赖，实现可持续增长。我们有机会见证Farming as a Service的专业化，使普通投资者更容易参与并获利，提升DeFi的吸引力和普及度。

技术迭代正在解决现存问题。例如，通过结合ZK隐私技术，可以在确保验证用户不在受监管的犯罪黑名单同时，又保障其隐私不被侵犯。治理效率低下的问题也将通过更多依赖数据和机器学习的自动化动态治理得到改善。在协议设计方面，协议具有识别用户行为并做出相应调整的既得利益。例如，个性化的信用和利率调整将通过信用评分系统实现，行为良好的用户将享受更低的信贷或抵押率，提升用户参与度和忠诚度。同时，创新的协议将动态调整利率和抵押品要求，精细化风险管理，提高安全性并更有效地管理用户风险。

DeFi的未来发展必然是从投机交易到实际应用的进化。基于以往的迭代成果，整合扩容技术方案、新的通证范式、零知识证明和AI等技术，重点在于创建一个更安全且互联互通的生态系统，利用最新的基础设施进步推动应用变革。通过解决过去的局限性并引入更可持续的经济模式，旨在彻底改变用户体验和可访问性，提供更低费用和直观界面。

Multicoin（Kyle Samani）：最重要的机会在于链上衍生品。我们还未充分挖掘永续衍生品和链上期权的潜力。它们有望大幅提升金融市场的包容性，将新型资产类别引入链上，并解锁更优的对冲、杠杆和投资表达方式。正因如此，我们正将大部分精力投入这一领域，并坚信 Drift 是目前最有潜力抓住这一机会的 DeFi 协议。

1kx（Mikey 0x）：在 1kx，我们更关注长期增长前景，而非短期收益。从叙事角度来看，现实世界资产（RWAs）可能是最具吸引力的领域。如果 DeFi 在未来十年内实现百倍增长，我们必须依赖机构的力量。随着时间推移，这一价值主张将愈加清晰：开放、透明且可组合的账本，能够显著降低中介成本。

另一个方向则是由 Hyperliquid 提出的概念是“链上 CEX”。尽管永续合约是 交易所业务的重要组成部分，但他们还有许多其他收入来源，例如通过间接产品将客户引导至其链上。Hyperliquid 的愿景与此相似，他们从永续合约起步，逐步扩展到现货代币启动平台，并围绕这两个产品构建生态系统。

在 DeFi 这样相对成熟的市场中，布局的关键在于找到分销和市场推广方面具有独特优势的团队。如今，单靠核心机制创新已经难以推动重大变化，我认为真正的突破点可能已过去。

随着该领域的扩展和更多协议的推出，基于基本面的布局将成为关键主题。新的资金管理者希望看到真实的现金流和增长前景。目前，市场正在对 DeFi 全栈进行极高的增长预期定价（基于如市盈率等基本指标），这一增长目标虽然可实现，但可能需要比预期更长的时间。

OKX Ventures 的免责声明，请详阅https://www.okx.com/zh-hans/learn/okx-disclaimer.

Multicoin Capital 的免责声明，请详阅https://multicoin.capital/disclosures/

1kx的免责声明，请参考:https://1kx.network/important-disclosures

风险提示及免责声明

本文章仅供参考。本文仅代表作者观点，不代表OKX立场。本文无意提供 (i) 投资建议或投资推荐； (ii) 购买、出售或持有数字资产的要约或招揽； (iii)财务、会计、法律或税务建议。我们不保证该等信息的准确性、完整性或有用性。持有的数字资产（包括稳定币和 NFTs）涉及高风险，可能会大幅波动。您应该根据您的财务状况仔细考虑交易或持有数字资产是否适合您。有关您的具体情况，请咨询您的法律/税务/投资专业人士。请您自行负责了解和遵守当地的有关适用法律和法规。