



编译 | Bite

作者 | 枫叶资本 ( MapleLeaf Capital )

自去年七月以来，DeFi结构和用户心理都发生了巨大变化，推动了一次又一次的创新迭代出现。

最近，站在风口上的DeFi龙头项目接连走出强势上涨行情，UNI、AAVE、SUSHI、SNX、LINK.....屡创新高。从崛起走向繁荣，DeFi塑造了区块链世界的全新叙事。

在《DeFi新兴价值网络与“华尔街API”》报告中，加密风投MapleLeaf Capital基于对比特币以太坊生态系统的深度研究，从博弈论的角度出发，指出了从Web2.0到Web3.0的迁移中，DeFi的系统性投资机会。他们认为，DeFi将成为“Wall Street API”。API是在计算机行业是接口的意思，能实现计算机软件之间的相互通信，而Wall Street API意味着规模化的“华尔街API”有助于促进实体的价值转移。虽然以太坊生态做得不错，但这样的DeFi生态系统可能会在任何layer0 或者layer1，协议在成本、灵活性平衡、激励结构、社区和网络效应等方面展开较量。

报告同时对DeFi当下热议的话题进行了评述，并对龙头项目的价值给出了深刻的观察。火星财经APP对报告全文做了编译，本文为上篇。MapleLeaf Capital认为，未来至少存在3种类型L0/L1的价值互联网，而加密货币的博弈论提供了一种公开市

场定价的价值转移替代方案。因此，投资未来同时降低风险的方式是：

1. 投资那些为利益相关者提供明确的、与网络无关的价值的XaaS公司。这些投资往往有非常干净的商业模式和价值获取机制，并有直击IPO的机会，这可以作为较低风险的方式来实现行业增长。
2. 做多具有网络效应和可观用户群的Web 2.0公司，这些公司可以立即享受ASP / ARPU提升的价值网络功能。
3. 做多具有网络效应，让所有利益相关者受益的低资本企业，该企业能够以一种可证明的公平激励方式获取和分配价值。比如说在新产品设计中引入代币激励。

下篇关于“以太坊 DeFi 生态系统”将于2月12日发出。

### 一、加密货币的博弈论

加密货币的博弈论为价值转移提供了一个透明、市场公开定价的替代方案。

长期以来，对价值转移的背书来自于受信任第三方，其中心化账本（如：摩根大通）由法律结构和政府强制执行的追索权支持，成本不透明。而在加密网络中，由节点执行的任何行动都是代币激励，实现成本高昂或繁琐的游戏理论保证。因此，这种担保可以委托给非常具体的分类账本上行项，也就是贷方和借方的货币价值，实现成本透明化，并且由市场驱动形成。

因此，分布式加密网络为我们提供了一个新生透明的价格替代方案。我们可以设想，每一个价值转移行动都是有成本（公开或隐藏），博弈论担保的诞生为价值转移开辟了新的领域，下面的价值转移成本U型曲线就说明了这一点。

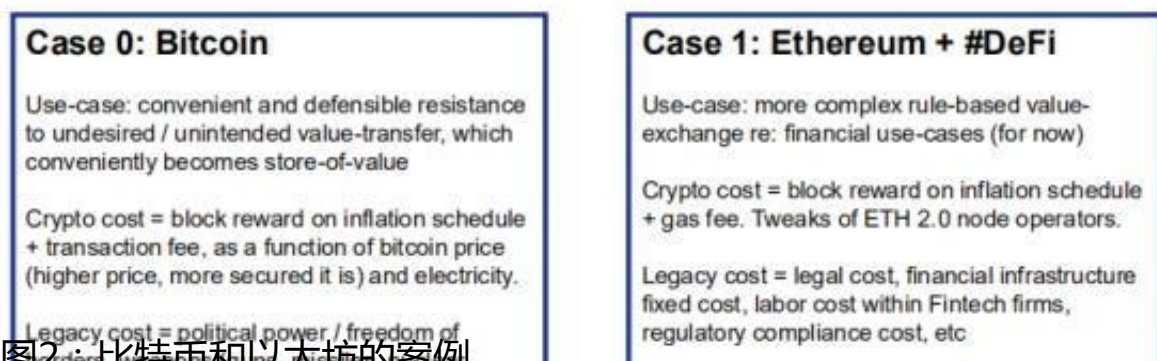


图2：比特币和以太坊的案例

### 比特币

使用案例：抵御非预期的价值转移，这就意味着更容易成为价值存储。

加密成本=通货膨胀的区块奖励+交易费用，作为比特币和电力价格的根据。（价格越高，越有保障）。

遗留成本=政治权力/边界自由、武器（枪支、导弹、核武器等）、保镖、媒体、税收等。

遗留成本 >> 加密成本

以太坊+DeFi

使用案例：基于规则的更复杂价值交换到金融应用。

加密成本=通货膨胀的区块奖励+GAS费，ETH 2.0节点运营商的调整。

遗留成本=法律成本、金融基础设施固定成本、金融科技公司内部人力成本、监管合规成本等。

遗留成本 >> 当今链上用例的加密成本。

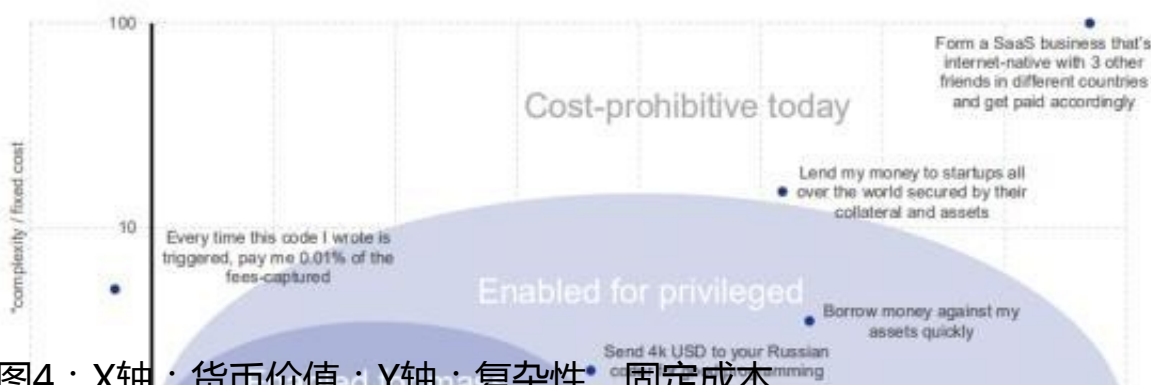


图4：X轴：货币价值；Y轴：复杂性、固定成本

上面的用例说明了价值转移（x轴），以及转移的复杂性（y轴）。虽然有些应用今天显然已经实现，但许多用例的实施成本太高。今天的金融在很大程度上是一个本地市场，任何跨境或近乎即时的价值转移仍旧繁琐。金融API已经积累了有意义的价值，但这个系统在很大程度上仍然是一个零散、过时的系统，即使在地方一级也在努力追赶互联网。颗粒化和降低价值转移成本将为社会开辟新经济领域，就像互联网所做的那样。

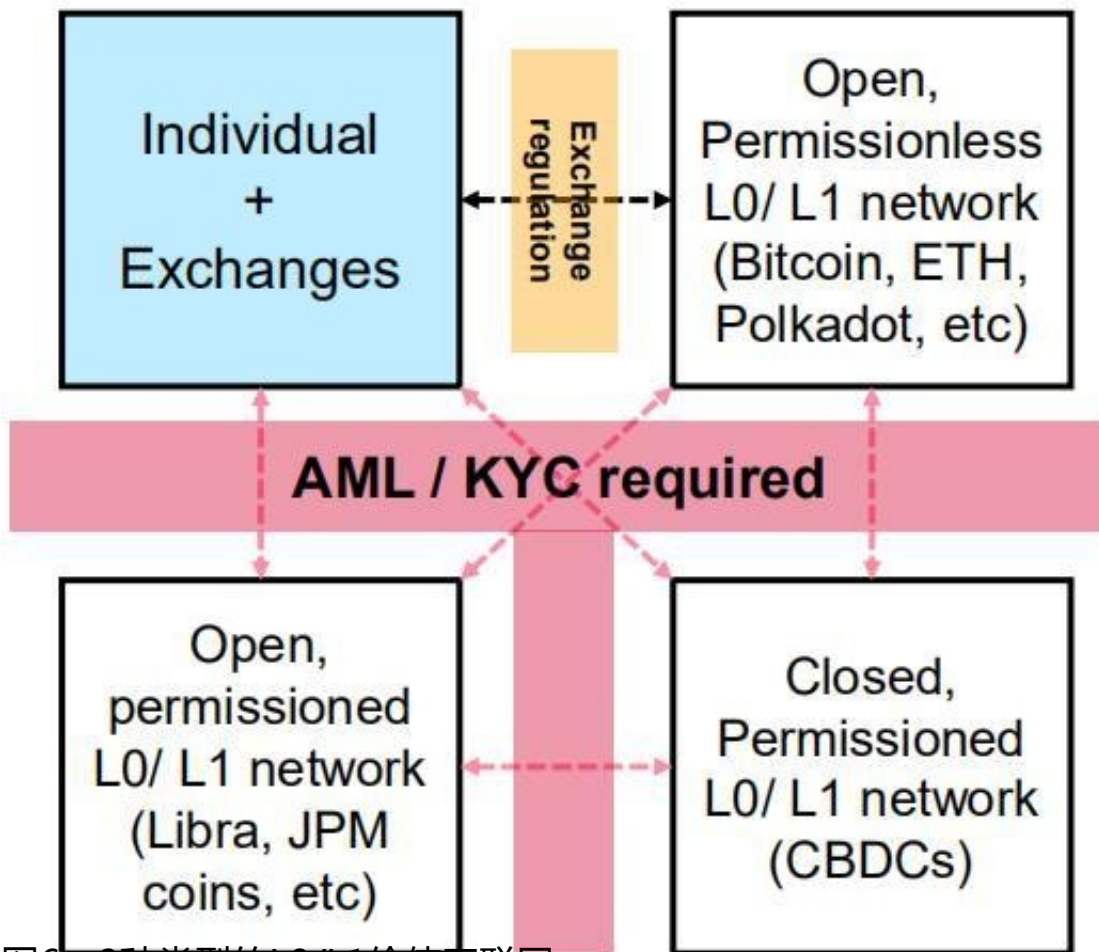


图6：3种类型的L0/L1价值互联网

与监管信息网络不同，当涉及到这个新兴的价值网络时，中心化的行为者（如公司和政府）极有可能试图重塑自己的网络。

（1）协同效应。

用户获取的历史沉没成本可以再次被回收，即刻捕获价值（如Facebook花了一大笔钱获取用户，现在这样的用户可以向FB的价值网络支付费用）。

（2）便捷性与控制欲望。

权限节点提供透明性赋予了中央机关监控、征税和制裁的权力。这样的便利可能会让人无法拒绝。

（3）竞争性措施。

如果一个公司/国家拒绝适应，其竞争对手可能会这样做。先发制人可能意味着竞争优势，也可能意味着将一个国家的权力强加给其他国家（即通过削弱本土政府的控制和税收能力，对他们进行殖民统治）。此外，在这个web3世界中人才和资本的竞争可能会迫使各国采取更开放的委托，这最终将胜过任何试图钳制运动的监管行动。比如，爱沙尼亚和新加坡等国家已经从支持加密技术中受益。

## 2. 代币+股权混合方式

无需许可的L0/L1模式+需许可的L0/L1可能是最佳选择。

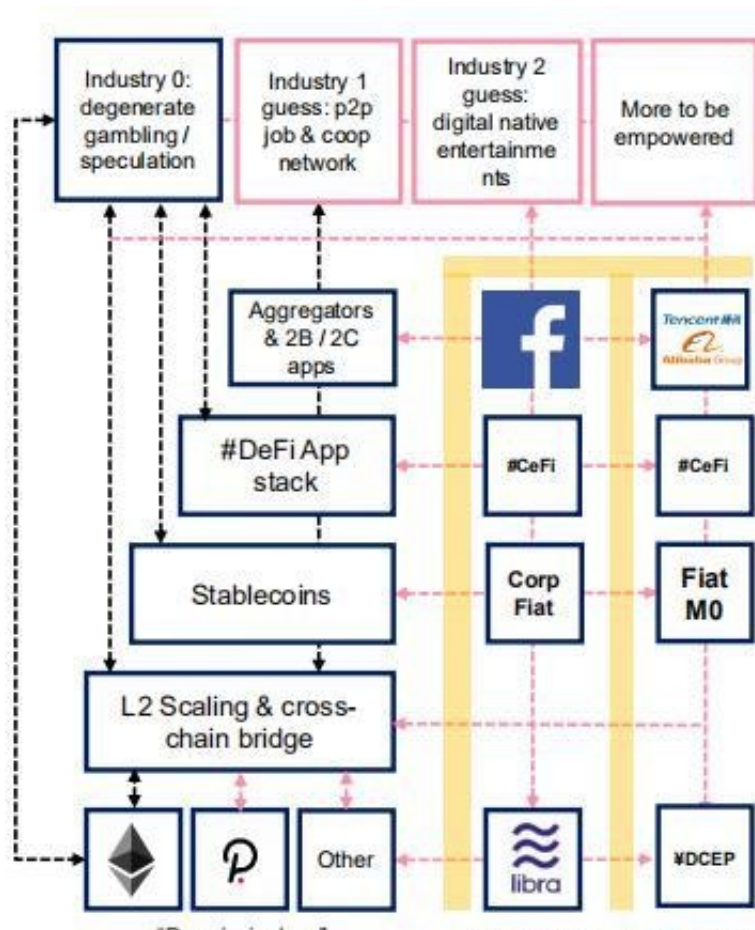


图8：黑色虚线是指已建立的价值传输通道；红色虚线是指正在建立的价值传输通道

我们认为，这些许可制网络将提供追索执行服务，大量客户终端采用Web2应用程序、FDIC保险、一站式服务等的同时，会吸引终端用户采用，开启尝试“区块链”。但这些用户很难在许可/无需许可网络中称得上赢家，但我们猜测：

- (a) 有项目在上方的无需许可开放网络会更快地迭代到PMF，
  - (b) 最好的项目/投资会跨越所有类型的网络。
- (2) 快速迭代会给开源系统赋能。
- (3) 许可制价值网络将从一开始就被包围，即使最初不会相互交流，而主权国家会打击/管制这些价值网络的入侵，从而恰好为无需许可网络打开空间，不受限制地

发展。

### 三、Web3初创公司的风险缓解措施

#### 1. 未来“多链”的低风险玩法之一是购买工具+基础设施堆栈，并保持链独立性

由于至少有3种类型的L0/L1 价值网络，而且每种类型都有自己的设计子集，降低平台风险的一个比较简单的方法是投资那些为利益相关者提供明确的、与网络无关的价值的XaaS公司。

主要的类别如下，这些投资往往有非常干净的商业模式和价值获取机制，并有直击IPO的机会，这可以作为较低风险的方式来实现行业增长。

加密世界的风险一如既往，就是人们可能会错过真正的0到1，这些想法在旧范式中显得很可笑，这些做法会低于流动性代币篮子的表现。

- 链上/链下数据馈送（双向）：Chainlink等。
- 链上/链下数据缓存/查询：Graph协议、dFuse、Marlin、Dune Analytics等。
- 链上/链下信任：BitGo、Genesis、Anchorage、BisonTrails、BlockFi、Paxos等。
- 链上分析：Chainalysis、Ciphertrace、Nansen、Skew、Glassnode、Messari等。
- Web3原生模拟：Gauntlet Network。
- 开发环境/平台/开发者网络：Gitcoin。
- 合规相关服务：Coinlist(关于ICO)、TokenTax(关于税收)、Securitize。
- 价值网络具体服务：Trail of Bits、OpenZepplin等。
- 符合要求的稳定币：Circle (USDC)

#### 2. Web 2.0信息网络效应的企业=提升用户货币化

另一个有趣的玩法是做多具有网络效应和可观用户群的Web

2.0公司，这些公司可以立即享受ASP / ARPU提升的价值网络功能。新兴的价值网络是互联网（“infonet”）缺失的一块拼图。

（1）Web2.0网络效应的公司，建立信息货币化的业务：

- Facebook：关联真人的信息，通过广告盈利。
- 谷歌：通过可交付和可搜索的形式提供信息，实现广告盈利。
- Uber：满足即时交通需求的信息，通过每笔交易收费实现货币化。
- LinkedIn：招聘信息，通过广告、招聘服务和会员特权来盈利。

（2）为用户实现价值转移的能力，为沉淀客户获取成本开辟了巨大的设计基点，比如：

- Facebook允许用户为各种活动进行基于信用的众筹。
- Google启用搜索“价值”。
- Uber用户为司机的汽车融资；司机为他们的自主汽车创业筹集SPV。
- LinkedIn允许平台上的直接投资和交易来源，利用社交关系。

问题的关键不在于以上这些例子是否具有商业智慧，而是当价值转移的成本细化和降低时，这样的一些改变可能成为可能。

现有的Web 2.0巨头可能会通过可观的ARPU /货币化提升而获得利益。其实关键的争论还在于，这些Web 2.0巨头是否能够通过ARPU/货币化的提升而获得巨大的利益。

### 3. 网络效应，让所有利益相关者受益的低资本企业

虽然由于各种原因（主要是人才吸引和竞争所需的资本），这样的结构在今天已经被证明普遍缺乏竞争力，但这样的合作机制可以重新点燃。新初级产品可能是由代币驱动的合作社，它是以一种可证明的公平激励方式获取和分配价值。当参与者成为网络的一部分而不是仅仅提供免费或廉价的服务而获得更多的利益时，这种“利益相关者互助”可能会相当有力。

当然，Web3技术栈成熟后，这种假设的实现更多的是机制/激励机制设计，而不是技术存在问题。