



The On-Chain Market Report

链上市场报告

2024

Prepared by
ODIG Research

Reporting Period
Aug,2023 - Aug,2024

一. 周期与 On-chain 市场概述

市场正在经历一个特殊的加密周期。

回顾本轮市场，BTC 自 2022 年 11 月达到最低点，2023 年下半年，牛市有所萌芽。2024 年 3 月，BTC 达到了 7.3 万美元的新高，相对于低点其涨幅接近 300%。然而，从市场预期以及 BTC 与 Altcoins 的市值占比来看，一个广泛的、全面的加密市场普涨行情尚未出现。

在新的增长中，市场都在寻找：

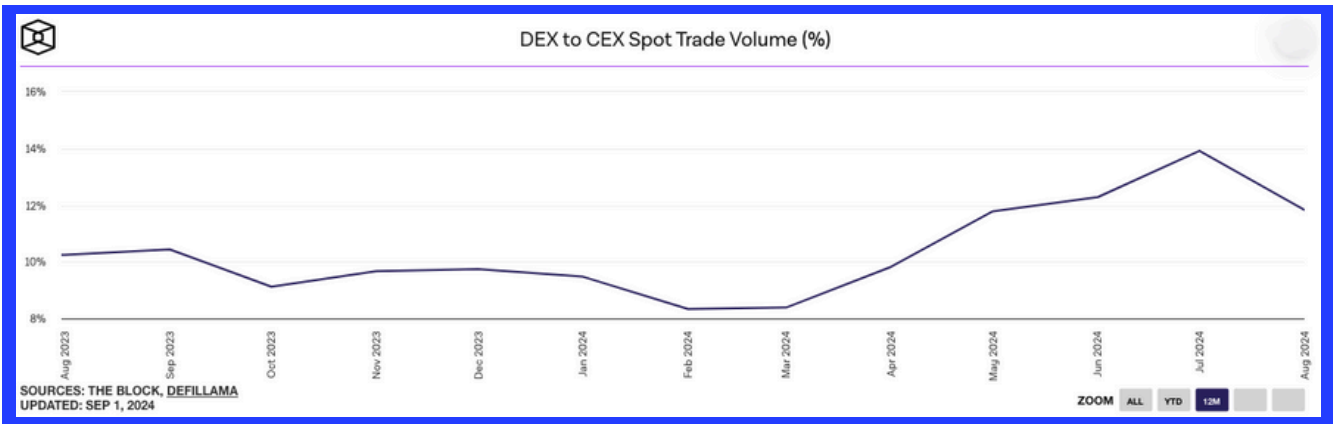
- 用户增长发生在哪里？
- 哪些链的发展具有代表性？
- 链上数据展示了哪些趋势和机会？

观察以太坊，在一年内的用户增长中，稳定币、DEX 和 Memecoins 板块代表着新的增长源头：



(数据来源: nansen)

同时，DEX 与 CEX 交易占比作为重要参考信号，DEX 中加密货币交易量比例正在上升。相比于 2024 年 2 月的低点，加密货币交易在 DEX 上进行交易的占比从 4.6% 上升至 8 月的 14.26%。



(数据来源: <https://www.theblock.co/data/decentralized-finance/dex-non-custodial>)

回顾去年年底的铭文热潮，以及之后的涌现的“Meme 季节”，这些交易者的画像均指向了链上玩家，并真实地展示出“增长”来源。这些链上活动可以总结为一个“链上市场”。其增长被归因于 Memecoins 的链上交易，以及更多出现在链上的长尾资产。该类资产通常首先出现在 DEX 上，让早期用户在链上直接获取收益机会。往往在项目自身形成影响力之后，再寻求出现在 CEX 上的可能性。

这个夏季更像是一个“On-Chain Summer”。相比于往届周期中的中心化交易平台，一个更加成熟、更加去中心化的 On-Chain 市场的重要性正在显现。

二. On-chain 市场：定义与背景

定义上，On-chain 交易代表着一切区块链交易活动及状态的总和。

本报告所指的 On-chain 市场，为除中心化交易平台之外，发生在链上的、通过去中心化的产品进行的行为与活动（Onchain Activity）。

并以用户数（Users），交易数（Transactions），日活跃地址数（Daily Active Addresses, DAA）等作为主要参考因素，对 On-chain 市场中具有代表性的、DAA 快速增长的部分进行观察。

这主要包括 Stablecoins、DeFi、Social 等板块，并更加微观地对 Solana、Base、TON 三条典型公链展开概述。

1. 周期与背景回顾：



回顾之前的周期，每轮牛市的重点往往围绕一个新的资产发行方式展开，Crypto 市场之前经历的两次区块链用户的大规模增长为：

(1) 2017 - 2018 年，由 ICO 发行方式驱动的，这种募资及发行方式的创新，推动了 ETH 整个生态的爆发。其本质上也可以视为“Altcoins”或“Memecoins”的爆发。

(2) 2020 - 2021 年，由 DeFi Summer 驱动，随着 Uniswap 及其他 DeFi 蓝筹基础设施的推出，用户开始参与 Market Maker、IDO 等。

上述的用户大规模增长，与资产发行和融资手段息息相关，这两点仍是整个 Crypto 市场的重要场景。

在 2023 年下半年，两股比较成型的增长思路是“BTC 铭文”以及之后出现的“Meme 热潮”。需要注意的是，这两种方式暂时出现了示范效应，尚未形成极大的财富效应。

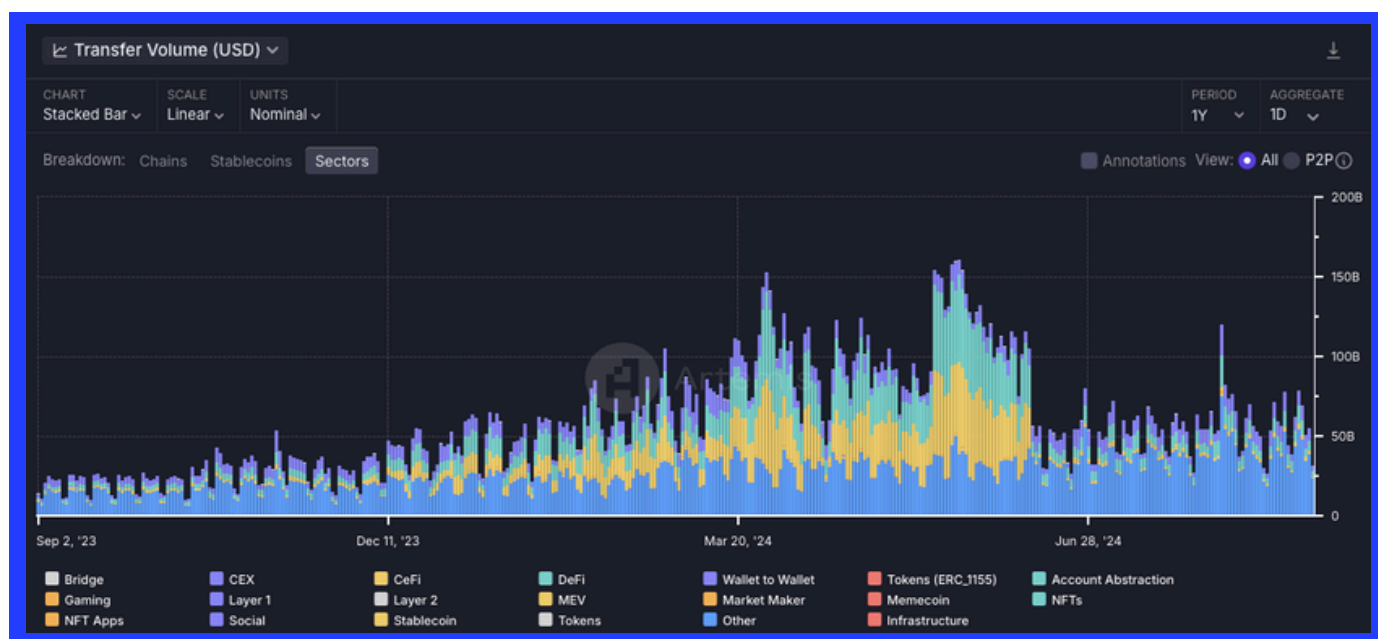
从示范角度来看，BTC 铭文和 Meme 热潮都强调了 Fairlaunch 发行方式的特点，用户以一种更加贴近一级市场的方式在链上平台参与，直接通过链上市场获取收益，带来了大量链上用户的交易和转移。

整体来看，本轮周期并非是基建的牛市。在基础设施虽然不完美，但是法币兑换、成本降低、体验交互等方面足够可用的情况下，市场更加注重培育优质加密应用，并急需以此扩展 Crypto 之外的用户。基建更新的边际效应在递减，消费级 Dapp 的时代正在临近。

2. 链上板块梳理

(1) Stablecoins

回顾过去一年的数据，据 defillama，稳定币总市值（Total Stablecoins Market Cap）自去年 8 月的 125.43B，增长至目前（2023 年 8 月末）的 \$165.93B。再据 Artemis 链上数据，过去的一年中链上稳定币交易量也在回升，链上转移的稳定币（Stablecoins transferred on-chain）为 \$50.5B，在过去一年中增长了 45.05%，活跃地址数则达到 199.86 万。



(数据来源: <https://app.artemis.xyz/stablecoins>)

虽然稳定币的总市值在增长，中心化交易所稳定币交易量有所下降，在 6 月达到了中心化交易所的稳定币交易量近半年以来的低点。

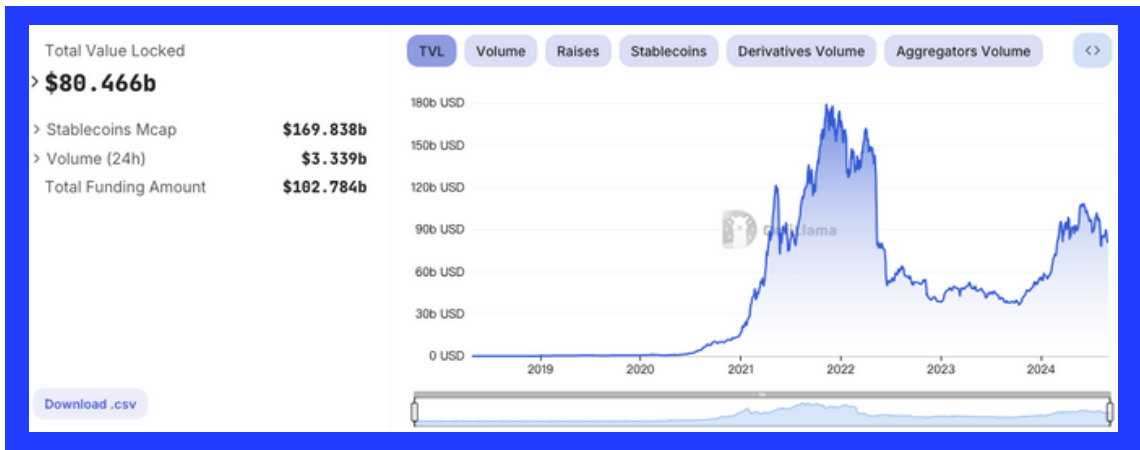
Stablecoins 链上增长的主要驱动因素有：

- 现货比特币 ETF 的批准和上市
- 比特币进入减半周期
- Fiat 贬值预期下的资金流入
- DeFi 及链上交易活动的发展

2. 链上板块梳理

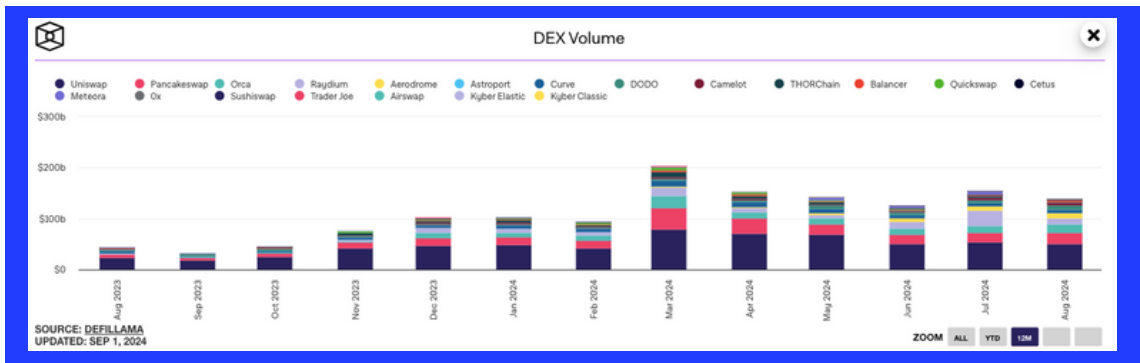
(2) DeFi

聚焦 DeFi 生态中的 TVL（总锁仓价值）变化，可以简要地对 DeFi 的活跃程度进行量化。目前 DeFi 的总 TVL 达 \$83.789B，以去年 10 月份低点数值（37.533B）来看，已上涨约 2.23 倍。



(数据来源: <https://defillama.com/>)

这表明链上的金融活动正在增加，链上流动性出现恢复的趋势。同时，DeFi 总 TVL 的增长，以及链上的杠杆效应，尚未反映在 Altcoins 的代币价值上。另一方面，2024 年至今，DEX 的交易量稳步增长：从去年 8 月份的 42.61B 美元到 8 月的 153.38B 美元。今年最高交易量出现在 3 月份，DEX 交易量达到 203.99B 美元。整体来看，2024 年 Q1 是市场相对活跃的时期，DEX 达到了 322% 的增长，而 CEX 增长为 191%，展示出了 DEX 巨大的增长空间。



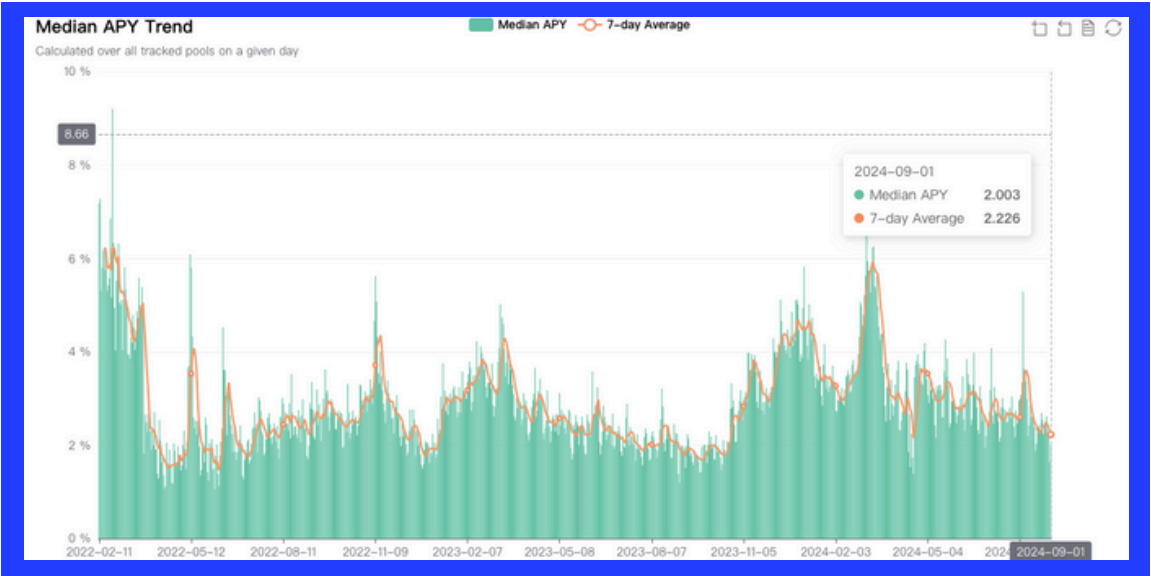
(数据来源: <https://defillama.com/>)

这些增长的主要原因有：

- 基础设施的成熟 / 链上用户体验的改善：L1/L2 在之前的周期经历发展，已经出现较为成熟可用的基础设施，在 L2 竞争加剧的背景下，低费用、高吞吐量等优势改善了链上用户体验。
- Memecoins 的示范效应
- 去中心化链上结构化产品带来的增长
- 更多的长尾资产

这也影响着本轮投资逻辑转变与资金流向：从更加宏观的方向去看，本轮行情自 2023 年底出现比较确定的方向，一级市场的投资逻辑出现比较明显的转向，更多的资金正在选择流入应用层而非基础设施。已经具有应用及消费者场景的 Startups 往往面向 C 端，本身具备一定的营收能力。中心化交易所也在寻求向链上的转移，同时采用 DeFi 的某些功能，以保持竞争力，以及争取更多链上的流量。

2020 年的“DeFi 之夏”之后，Yield 产品一直占据 DeFi 板块中的主流位置，原因在于产品所稳定提供的年利率。主要包括与 BTC、ETH 或稳定币等基础资产相关的收益率，以及优化或杠杆收益率。可参考的平均 APY 如下：



(数据来源：<https://defillama.com/yields/overview>)

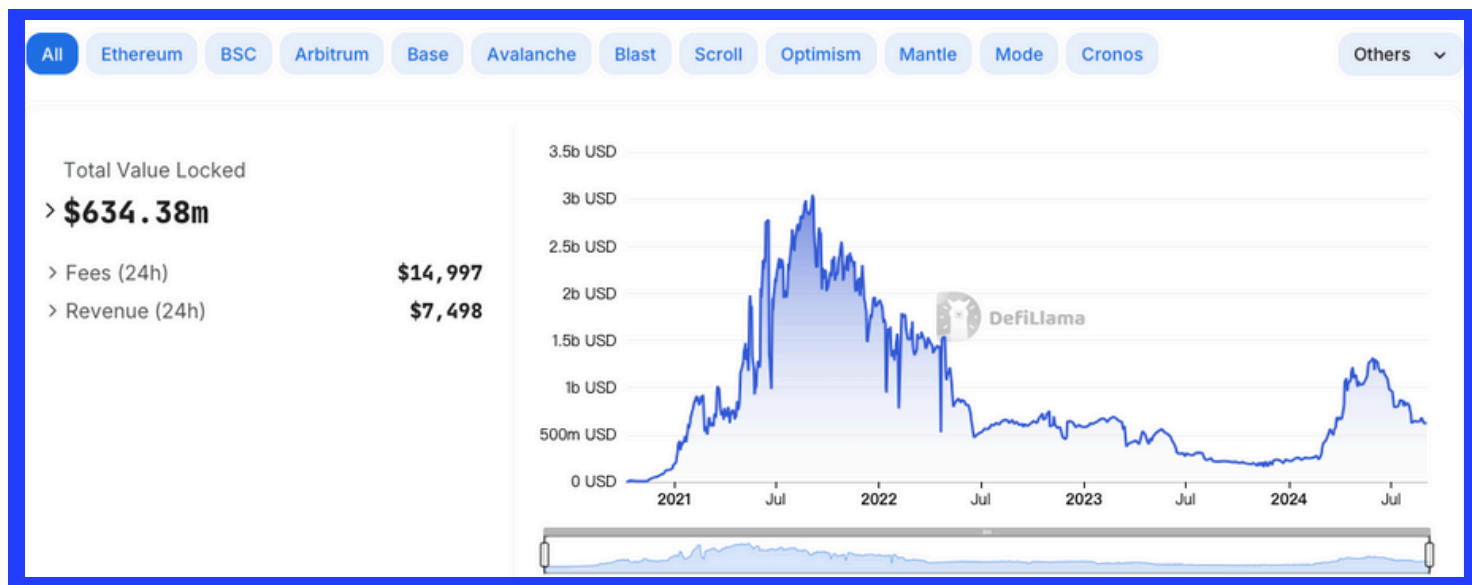
参考传统金融市场的结构化产品，一般指表现与基础资产、产品或指数挂钩的金融工具，通常会通过基础金融工具和金融衍生工具相结合以满足资产配置需求。产品相对灵活，可以针对投资者个性化需求，设计不同的挂钩标的、期限、风险收益。

而 DeFi 领域，链上结构化产品还有非常高的增长空间。这些链上 DeFi 结构化产品，正在让用户体会到取代传统金融角色（如机枪池、衍生品交易所等）的可能性，提高回报或者更加降低风险。

我们参考链上的结构化产品进行定义：可以直接接触 Crypto 风险资产获取收益，通过区块链交付，而无需中心化或传统金融机构的参与的 Token、平台或 Vault。以下几类 DeFi 产品的增长空间仍然很高，有潜力带来更多引起 DAA 增长：

① 链上杠杆及反向产品（Leverage/Inverse）

参考 defillama, Leveraged Farming TVL 目前超过 \$634.38m。考虑到不同群体的用户杠杆率存在差异：相比而言，最大、最活跃的钱包往往展示出更高的杠杆率，其增长空间仍待挖掘。



(数据来源: <https://defillama.com/yields/overview>)

• 杠杆代币

杠杆代币是一个值得关注的类别，可为持有者提供加密资产稳定的杠杆风险敞口。持有者无需担心主动管理杠杆头寸、借款或被清算等因素。这种模型在链上复制后，可实现杠杆代币去中心化。

案例：

Set Protocol: Set Protocol 的杠杆代币模型称为 FLI（Flexible Leveraged Index/ 灵活杠杠指数）。可视为代币化指数，跟踪基础资产的 2 倍杠杆敞口。

Tracer: Tracer 的池化模型创建了杠杆多头和空头代币，代表各自的杠杆敞口，并可在二级市场上交易。多头和空头代币是交易对手，一方的利润即是对方的损失。

TLX: 杠杆代币协议 TLX 通过杠杆债券作为赎回基础资产的替代方案，同时加强 TLX 的流动性。为交易商和流动性提供商提供了新的方案。

② 利率掉期 / 利率互换产品

利率掉期及利率互换产品，本身对于很多金融产品具有重要作用。掉期后的固定利率可以使得金融产品提前计算出需要分配的资金流动性以及流动性成本。在传统金融领域，利率衍生品是最大的衍生交易类别，占据 80% 的市场份额，利率互换又占据利率衍生品约 80% 的市场份额。链上利率目前还处于衍生品的非常早期的赛道，伴随着传统机构的逐渐入场，交易量还有很高的增长空间。

在 Pendle 的示范下，设计更好的利率掉期产品关键在于：如何将浮动收益更容易提前、实时分配给用户，以及更高效地面向对手盘，以获得更多利率掉期的流动性。未来将出现更多利率掉期/债券类 DeFi 产品。

案例：

Pendle: 专注于以太坊的链上利率互换，允许用户锁定其加密资产的未来收益率，并提前获得收益。

③ 链上资产管理平台

链上 DIY 投资组合和指数产品。

- DIY 投资组合：这类产品旨在让用户根据自己的资产组合分配资金。
- Index：指数产品使用户能够在一个产品中持有多种加密资产或策略，从而获得多样化的风险敞口。涵盖指数策略、杠杆策略和收益策略。

案例：

Enzyme：早期成立的具有代表性的 DeFi 资产管理系统，目前流通市值规模约 4000 万美元。

Index Coop：去中心化资产管理平台，涵盖指数策略、杠杆策略和收益策略。两轮融资分别获 770 万美元及 225 万美元。

④ 自动化策略

自动化策略使用户能够获取在 Token 或 Vault 中执行的策略的收益。对于这些产品的评估是多维度的，比如透明度、安全性、进入或退出头寸的效率、成本、自动化、流动性等因素。

案例：

Sommelier: Sommelier 是 Ethereum 的协处理器，可以自动化流动性提供者的投资组合以最大化他们的收益。

Ribbon Finance: Ribbon Finance 是第一个 DeFi 结构化产品项目，支持多链（以太坊、Solana、Avalanche），通过智能合约执行自动化期权策略。

2. 链上板块梳理

(3) DeSocial

作为具有去中心化特征的社交产品或协议，去中心化社交网在确保透明度、安全性和数据所有权上充满看点。

从历史上看，去中心化社交网络的早期用户在推出时参与度激增，随着兴趣下降，参与度也会急剧下降。随着时间推移，进入到一个相对稳定的状态，用户采用率趋于稳定。

但随着创新的增加，新的链上用户增长以不同形式呈现。本周期中，去中心化社交网络如 Farcaster、Lens、Friend.tech 在 24 年 Q1 经历了快速增长，用户活跃度增长约 425%，展示出 DeSocial 的潜力。

典型的增长案例有：

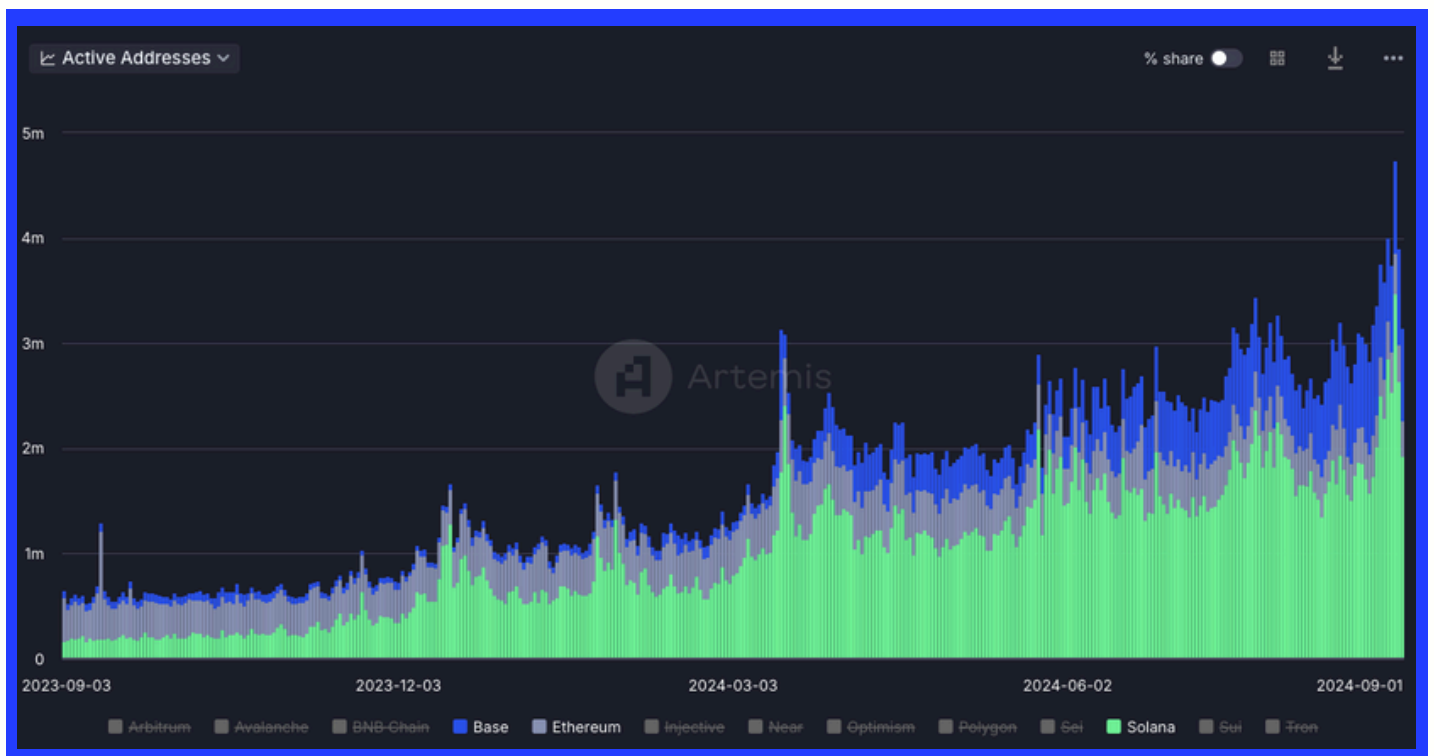
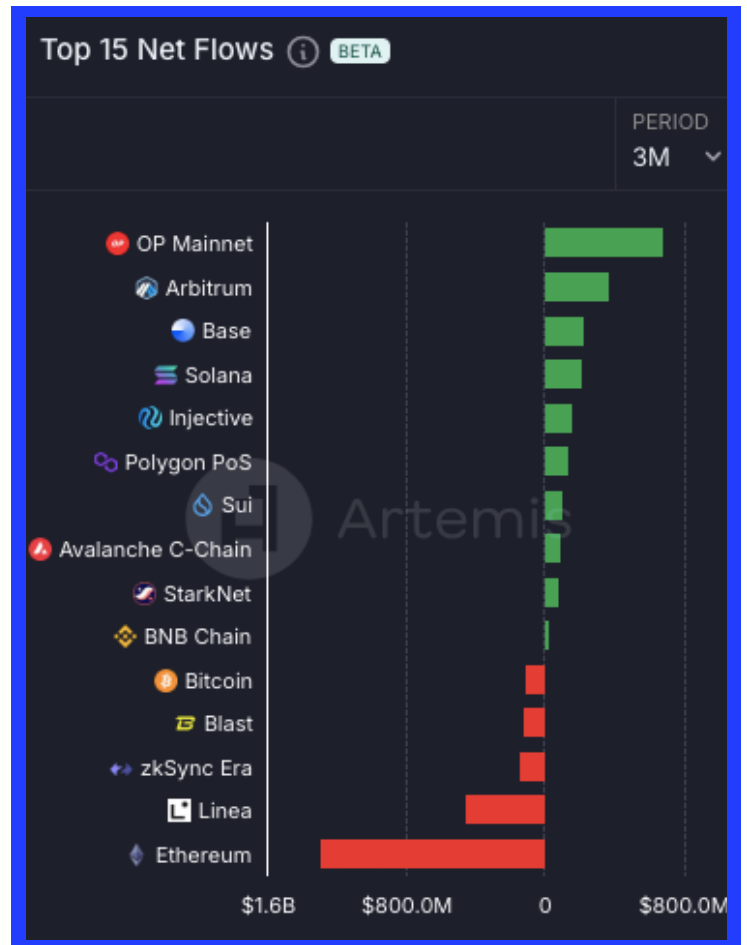
- Farcaster：基于 Optimism 构建，不依赖中央服务器。Farcaster 在 1 月推出嵌入小应用程序 Frames 后，一周内的日活跃用户数量激增十倍。
- Friend.Tech：基于 Base 链构建，利用价格曲线和手续费分成模型将金融投机属性和社交进行关联，交易标的为个人的 key。虽然后续增长不达市场预期，但仍带来了一些启示。
- Telegram bots：通过在 Telegram 的对话交互，直接在 TG 用户群体中实现了基于 Dex 的交易功能，带来了大量的用户采用。

3. 对公链进行观察

链上产品的发展离不开公链本身的性能。随着 L1/L2 公链竞争的加剧。市场目光聚焦在能够持续汇集用户的链上。例如，ETH 及 EVM 系正在迫切希望从 Mass Adoption 方向进行突破。

参考 Artemis 链上 DAA 增长情况，以及资金转移和流入的情况，Solana 和 Base 公链达到了比较理想的增长。

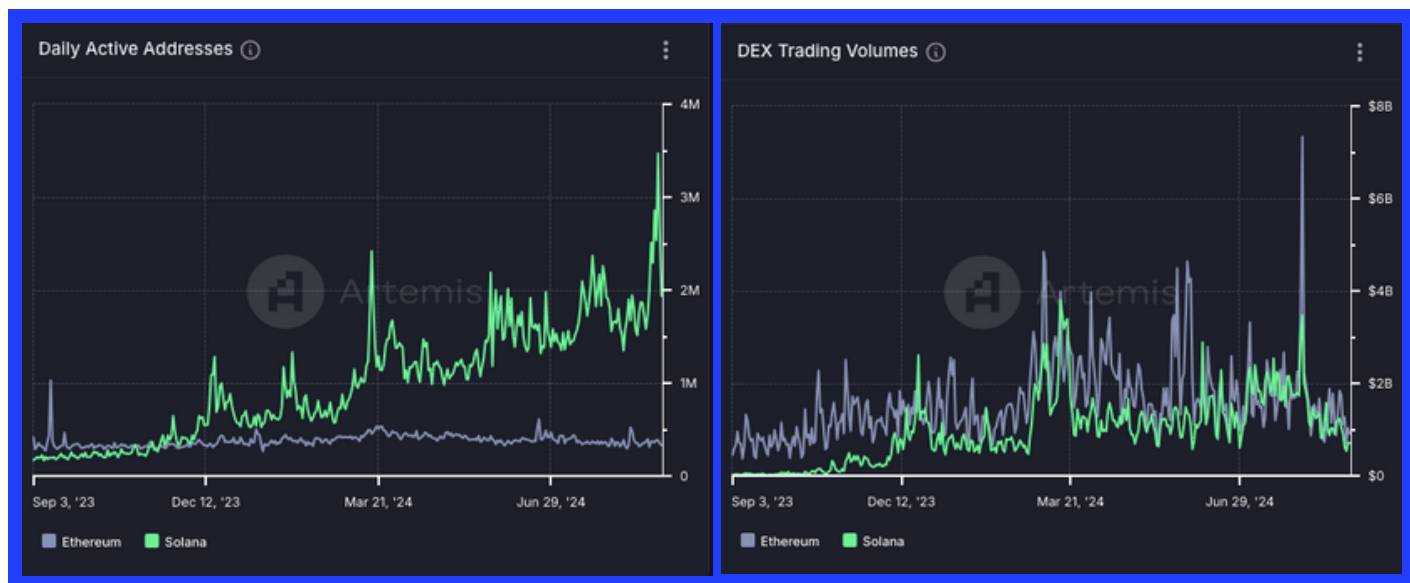
此外，TON 公链的链上数据虽然增长速度不及预期，但其基于 Telegram 广泛用户基础，让市场对其链上市场充满关注。



(数据来源: Artemis)

(1) SOLANA

本轮周期中，Solana 链上的 Memecoins 市场表现突出，大部分交易量通过自动做市商（AMM）完成，带来了活跃用户地址数及交易量的增长：



(数据来源: <https://defillama.com/yields/overview>)

相比于其他交易执行模型，AMM 机制能够帮助早期规模较小的项目快速启动流动性，在支持 Meme 资产、长尾资产的早期启动上具有优势。

8 月份，Solana 的 DEX 日交易量整体有所下滑，BSC 链上 DEX 的总交易量出现上升势头。

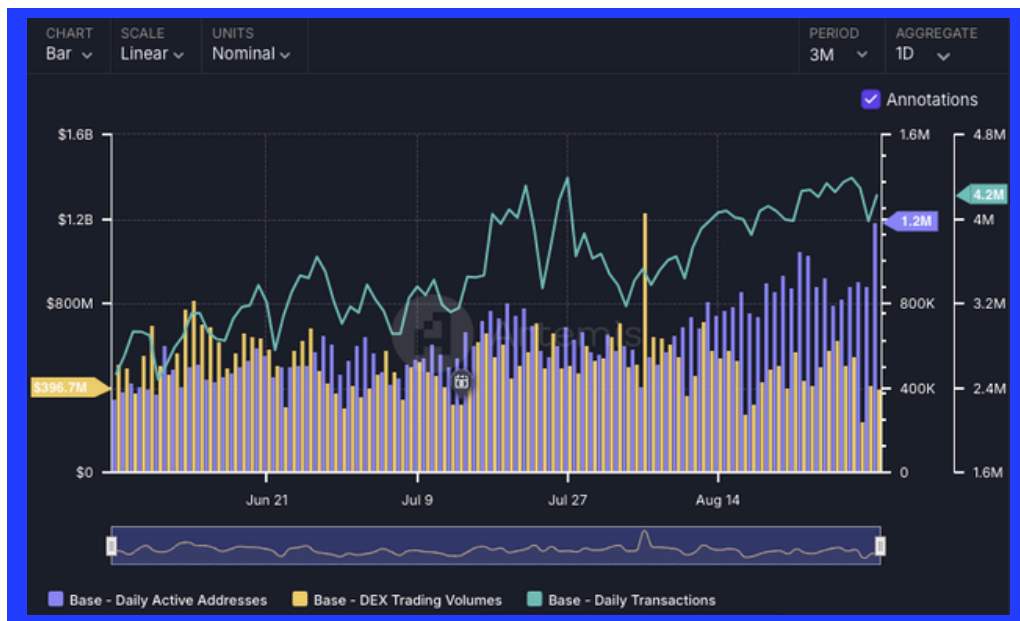
Solana 同样需要新的用例进行突破：在社交方向，Solana 推出 Blinks（即 Blockchain Links），作为底层代码逻辑 Solana Actions 的用户界面呈现，让 Web3 交易可在 Web2 进行共享。

Blinks 可视为一种对交易指令的封装，将链上操作转化为前端页面技术，直接在 X 等集成平台无缝执行交易，降低用户切换平台及操作上的割裂感，以及区块链互动的门槛。也可用于传播、转账、押注、投票、返佣、捐赠、Presale 等场景。Actions 及 Blinks 可以直达 X 平台进行交易，这可能会加快 Memecoins 的交易效率，并在社交方向扩展用户。

在过去的一年里，Solana 生态系统的增长明显。日活跃地址超过 290 万，是自 2021 年中旬以来的最高水平。自 6 月 Blinks 推出以来增长约 107%。同时，该网络上的稳定币总市值自 2022 年 11 月以来首次达 40 亿美元。

(2) BASE

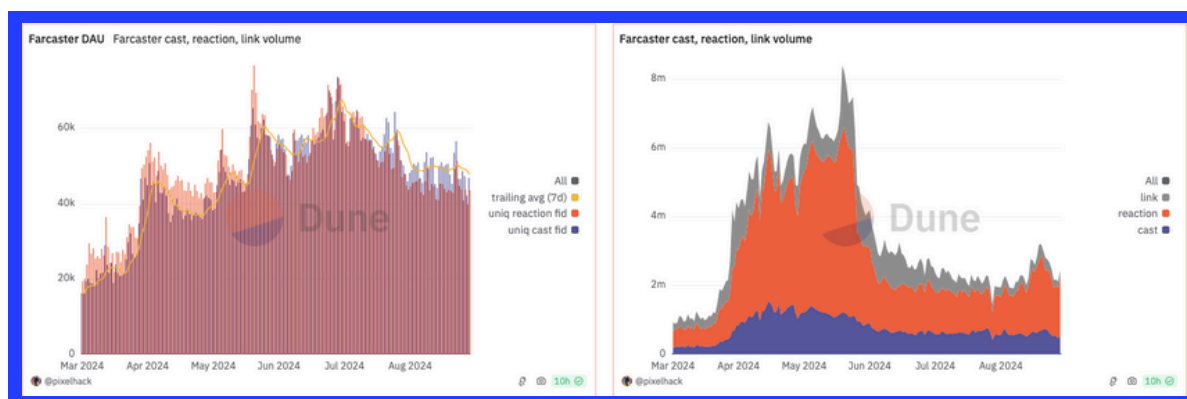
Base 是以太坊生态中同样具有 Meme 叙事的 L2 之一。Base 从 3 月初开始，受益于其“On-chain Summer”活动，TVL 迅速增长，在 4 月份单日活跃用户创下 8.5 万人历史新高，且首月达成「月活用户突破 20 万人」等数据记录。本轮周期中，Base 的大幅增长思路来自社交方向与 Farcaster 的深度绑定，促成了 Base 的大部分交易量。



(数据来源: <https://app.artemis.xyz/project/base?from=chains>)

在 Farcaster 最早期的种子用户中，Base 生态背景的 KOL 及开发者含量极高。社区代表性 Meme，Degen，采用了与 Solana 上许多 Memecoins 完全不同的产品策略：开始仅释放小部分，之后可能通过空投进行释放，并将空投规则与 Farcaster 深度绑定，更加贴合 Social Token 的属性。并带动 Farcaster OG、社区参与者、开发者的活跃度。

目前的 Base 生态以底层 Infra + 应用层为主。底层包含了 Farcaster 和 Friend.tech 的应用工具。从数据上来看，Base 用户集中在 Farcaster 和 Friend.tech 中。这种独特的社区成分，让 Base 生态的市场策略能够直接面向 Farcaster 社区。据 DUNE 数据，目前 Farcaster 生态原创创作者数量约为 4.42 万人，整体活跃用户数量约为 4.9 万人左右。目前 Base TVL 超过 \$1.494B，活跃地址数 73.57 万。



(数据来源: <https://dune.com/pixelhack/farcaster>)

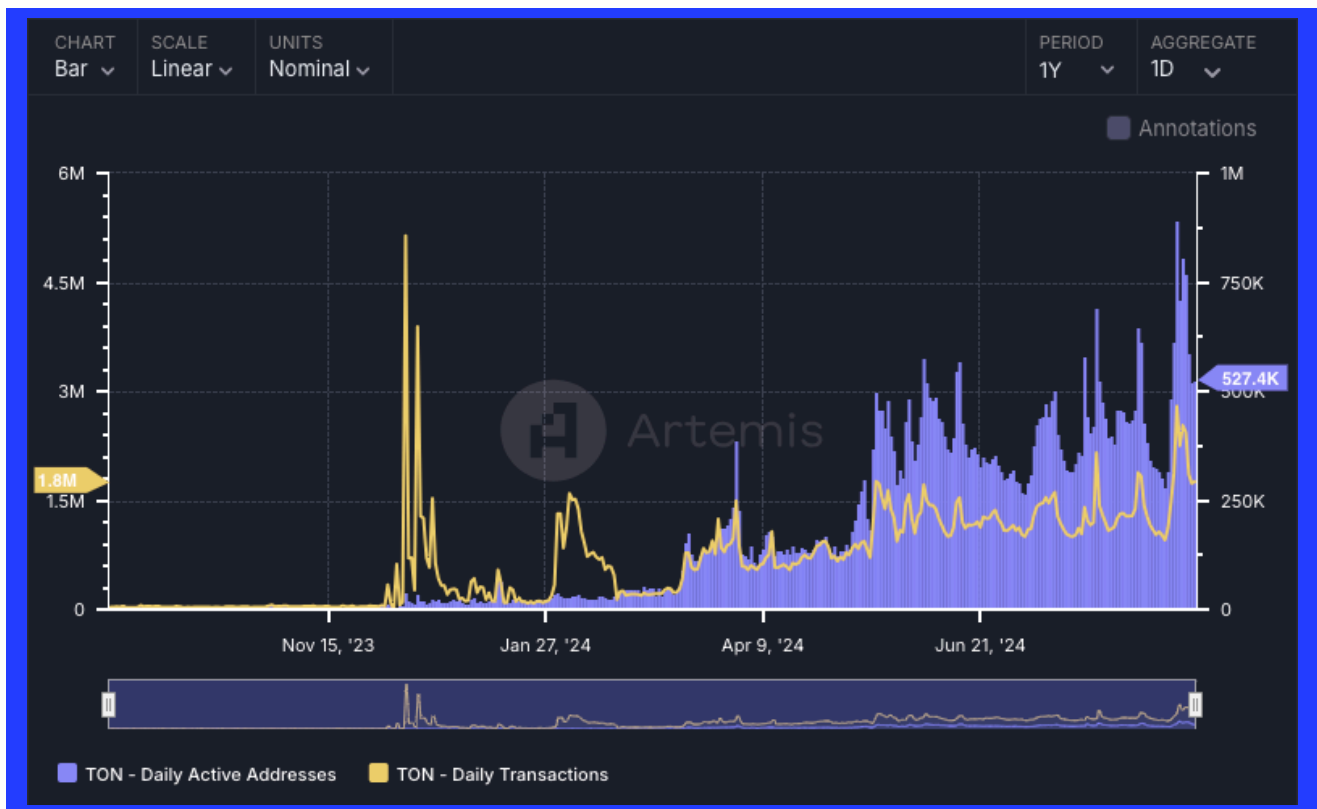
(3) TON

TON 生态背靠 Telegram，拥有用户基础。由于市场发展方向已从争夺 TVL 转向了注意力经济，虽然仍面临中心化和复杂性等问题，但通过 MiniApp 及小游戏吸引用户进入链上市场的预期正在被放大。2024 Q2，在原生稳定币 USDT 支持该生态后，Ton 链上的 TVL 增长由 100m 美元增长至 700m 美元，之后有所回落。



(数据来源: defillama)

在 TON 基金会的推动下，其链上 TVL 上涨 20 倍以上，最高超过 7.7 亿美元，目前回落至 3.5 亿美元左右。相对于以太坊、Solana 等公链，TON 还有较大进步空间，不过，TON 链上市场评估是多维度的，不能简单地用 TVL 来衡量。总体来看，TON 上面的 DeFi 协议数量不多，但第一层 DeFi 乐高的协议已具备，目前主要流动性集中在 Liquid Staking (Tonstakers) 以及 DEX (STON.fi、DeDust) 上。



(数据来源：Artemis)

根据 TON 基金会的路线图，以及市场预期，TON 链的 TVL 下一个目标是突破 10 亿美元。关键在于：

- 主流资产 BTC、ETH 的引入
- ETH, BNB, BTC 跨链桥 等更多第三方跨链桥支持
- 更加多样化的流性质押产品
- DeFi 收益协议
- Memecoins 基础建设

在此基础上，能够更好地做到 Web2 向 Web3 用户的转化。DeFi 产品本身具有一定门槛，通过 Tap to earn 进入的用户需要多次的沉淀和转化，才能够真正导向 TON 链上市场。

与其他 PoS 公链相比，TON 质押率不及 10%，还具有很高的发展空间，也需要更多的发展时间。由于 TON 其本身具有清晰的市场进入策略和出色的分销渠道，从用户量的角度来预估，将 Telegram 用户池视为一个总可寻址市场（TAM），其月活跃用户数已达 9.5 亿（2024 年 7 月），预计在未来五年内达到 15 亿。TON 基金会战略性地旨在未来 3-5 年内吸引 30% 的 TG 月活跃用户，以该比例预估，链上用户约在 2.85 亿至 4.5 亿。DeFi 采用用户以 10% 计，也有 2850 万到 4500 万的用户预估，这与目前约 350 万个在线激活钱包，仍有 10 倍左右的增长空间。

三. Onchain Market: 周期与未来

2023 年底至 2024 年，新资产发行方式都在注意力网络（Web2 社交平台）及 DeFi 的组合下催生。

例如，Fair launch 发行方式及 Meme 情绪下的 BTC 铭文及符文；资产发行与 Meme 社区直播组合下的 Pump.fun；TG Bots 用户及 Meme 情绪下的 TON 生态；Meme 文化、Twitter 注意力资产化的 Solana 生态等等。

总结前述的周期背景与市场发展，我们整理并讨论一些链上市场的结构性机会：



1. 链上等价物

当 DEX 的流动性足够大，并引起市场足够的、持续的关注时，一个完全的链上等价物将是重要的角色。目前，链上等价物的护城河可以视为 CEX 本身流动性。

案例：参考 Ethena，由 ETH 质押收益率和永续掉期提供支持的合成美元，提供了一个类似美国国债在传统金融市场中的角色。USDe 由 ETH LST（例如 Lido 的 stETH）1:1 抵押，其风险通过做空等量的 ETH 永续期货进行对冲。

2. DeFi 细分领域的链上结构化产品

- ① 链上杠杆及反向产品（Leverage/Inverse）杠杆代币
- ② 利率掉期/利率互换
- ③ 链上资产管理平台：DIY 投资组合/Index 指数产品
- ④ 自动化策略

3. 聚合器

目前市场中，注意力是稀缺的，聚合器能够吸引更多的加密市场的注意力。

当前代币流动性分散在不同 L1 或 L2 解决方案上由不同协议控制的各种定制池中，去中心化交易所 (DEX) 聚合器旨在整合不同池的流动性。积累一定的流量后，1inch、Cow Protocol 等促进竞争的平台将更加高效，并通过额外的价值获取更多用户。

4. Onchain + 社交

Facaster、Friend.tech、Telegram bot 的案例下，链上社交在新的周期展示出了技术的进一步成熟。

同时，有社交属性的数据库如链上数据分析平台 Dune analytics、可视化 Web3 数据层 Rootdata 的社交属性同样值得挖掘。

5. MemeFi Market

随着围绕 Memecoins 的服务及设施越来越多，Memecoins 的下一阶段可能需要利用协议来协调自下而上的社区。

以 Solana 为前沿的 Meme 示范效用已经出现，Meme 同时具有金融属性和社区属性，其价值来自于注意力和社区共识。因此，Meme 与社交将会融合更深，例如：TG bot 交易已经出现一些早期趋势，这可能会出现更多更加垂直的 MemeFi 服务及市场。

6. Onchain + RWA

中心化的机构也正在尝试上链，RWA 即该方向的典型叙事。

参考 Robinhood 的最新动向，其团队表示出了对 On-chain Market 的极大兴趣，包括稳定币、股票代币化等方向。如果这类平台参考 Coinbase 模式，推出自己的 L2。为股票解锁一个更大的 Perps 市场，将对链上市场未来迭代产生更大启示。



参考资料:

Centralized Crypto Exchanges Losing Ground to DeFi in 2024: A Steady Shift in Trading Volume:

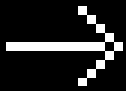
<https://bitcoinnewscrypto.com/news/ethereum/centralized-crypto-exchanges-losing-ground-to-defi/>

The State Of The Onchain Structured Product Market:

<https://indexcoop.com/whitepapers/the-state-of-the-onchain-structured-products-market>

Death, Taxes, and EVM Parallelization:

<https://paragraph.xyz/@reforge/evm-parallelization>



Thank you!

Thank you for taking the time to read this report. If you have any questions or would like to discuss our findings further, please don't hesitate to reach out to us.



hello@odig.com



odig.co