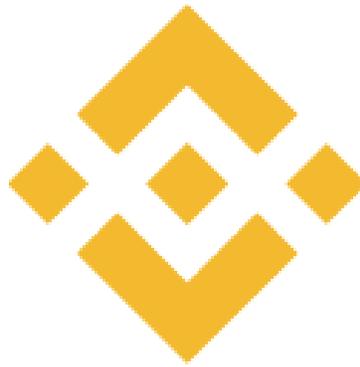


MULTICOIN CAPITAL

币安在进行闪电式扩张



By Spencer Applebaum,
Tushar Jain, & Kyle Samani

Multicoin Capital是一家以研究论文为导向的加密基金，投资于重塑全球经济整体领域的代币。我们审慎研究区块链协议、团队和市场机会，以提供具有公共市场流动性的风险资本经济学。

目录

1. [简介](#)
2. [币安的执行](#)
 - a. [在核心现货交易中占据主导地位](#)
 - b. [产品迅速扩张](#)
 - c. [交叉销售的力量](#)
 - d. [把交易人员放在首位](#)
3. [构成挑战的交易所（代币）出现](#)
 - a. [币安乐于效仿竞争对手](#)
 - b. [竞争态势](#)
4. [交易所代币方程式](#)
 - a. [BNB的代币价值捕获效率](#)
 - b. [为什么交易所产生的价值比捕获代币价值的效率更重要](#)
5. [结论](#)

披露

Multicoin已制定、保持和执行合理设计的书面政策和程序，以识别和有效管理与其投资活动有关的利益冲突。Multicoin Capital拥有BNB代币。Multicoin Capital对本报告中所列资产在公开发布后3天内（“无交易期”）遵守“无交易政策”。

简介

币安现已成为全球最大的代币现货交易所，该公司于2017年7月通过ICO创建了其原生代币——币安币(Binance Coin, “BNB”)。Multicoin在2018年第四季度开始做多BNB。在2019年2月，我们发表了我们关于[BNB投资的原创研究论文](#)。该文发表之时，BNB的价格为10.06美元。随后，我们于2019年3月在Unchained播客上与Laura Shin[一起](#)对这篇论文进行了延展，并讨论了币安的成就以及币安链(Binance Chain)的内在价值。

从那以后，币安团队继续以惊人的速度执行，而且他们没有表现出任何减速的迹象。事实上，币安目前还在不断扩展业务，与全球各地所有主流加密交易所展开竞争。通过他们的产品套件，币安的演进已经清晰可见：

1. 针对中国零售市场的[P2P入口](#)；它与火币(Huobi)的P2P服务形成了直接竞争
2. 针对美国交易人员的[币安美国\(Binance.US\)](#)；它与Coinbase构成直接竞争
3. [币安期货\(Binance Futures\)](#)将与BitMEX、OKEx和其他衍生品交易所展开直接竞争
4. [币安借贷\(Binance Lending\)](#)和[币安保证金交易\(Binance margin trading\)](#)与Bitfinex和Poloniex形成竞争，这两家公司在历史上一直主导着P2P交易所贷款
5. 推出[币安稳定币](#) (BUSD)与Gemini ([GUSD](#))、itBit ([PAX](#))、Bitfinex ([USDT](#))和Coinbase ([USDC](#))竞争
6. 各个[法币入口](#)(Fiat onramps)在与本地化交易所产品的竞争中占据了各国的长尾

币安目前正在进行[闪电战](#)。Reid Hoffman和Chris Yeh这样[解释](#)这个概念：

“你接受做出错误决定的风险，并愿意为运营效率显著低下付出代价，以此换取更快行动的能力。这些风险和代价是可以接受的，因为动作过于缓慢带来的风险和代价尤甚。”

币安团队做出了一个明确的决定，他们希望成为所有加密货币经济活动的中心枢纽。他们想要主导[质押](#)、[借款](#)、[借贷](#)、[期权交易](#)、[期货交易](#)、[资产发行](#)、[风险投资](#)、[现货交易](#)、[主权货币代币化](#)等各种业务。他们建立服务的速度是如此之快，竞争对手根本不可能跟上。

在加密货币生态系统中，币安是最好的交易所，远超其他对手。币安在产品交易量和广度上都深具竞争力，并且它的收费还是最低的。虽然其他交易所代币确实具有更有利的代币经济，但我们相信币安在代币设计上将进行迭代，随着时间的推移为BNB增添更多的功能。虽然代币特性可以很容易地复制（例如，币安可以从其他交易所借鉴到所有最好的代币经济学），但是其他团队无法轻易复制币安的网络效应。此外，为了提升BNB的价值，币安今年已进行了多次扩建：

1. [重新启动](#)社区每月投票上市
2. 根据用户的累计持有量，向其[空投](#)BNB代币
3. [启动](#)币安Launchpad彩票系统
4. [实现](#)BNB作为币安链的基础层代币（我们预计很快会产生押注奖励）
5. 在Binance.com上通过BNB支付手续费，25%的折扣率窗口继续[延期](#)
6. [烧毁](#)币安团队持有的全部BNB分配份额

尽管其他交易所试图复制币安的创新（[交易所代币](#)、[IEO平台](#)、[原生DEX链](#)、[上市投票](#)等），但其他交易所的大部分努力收效甚微。所以人们很自然会问这样一个问题：原因何在？

答案是，币安的网络效应和市场主导地位无法被挑战者交易所轻易复制。例如，由于保证金交易和衍生品交易都在同一个平台上进行，币安有可能得以让交易者利用他们在币安账户上的全部余额来维持这两个市场/产品的保证金要求。基础层的代币也可以同时被质押在[币安质押](#)上，为交易者赚取额外的收益。这个例子可以解释，为什么币安有许多看似孤立的产品，实际上却促进了它们强大的网络效应。

正如我们之前所写的那样，币安团队正在创造一个强大的聚合效应。他们在[币安链](#)中使用自己的基础层链，在[Launchpad](#)中使用其代币销售平台，此外他们还有在市场上占据主导地位的交易所，有其[衍生品交易平台](#)，有[币安DEX](#)，有自己的[风险基金](#)，在美国有他们的[币安美国](#)业务，此外他们还在其他国家有各种法币入口，凡此种种，使币安得以建立了一个可以说是加密领域最重要的公司。所有为BNB发布的新实用工具进一步强化了我们最初的原论点：BNB将捕获币安正在构建的聚合体中的大部分价值。

币安的执行

在本节中，我们将介绍币安公司在现货交易领域的主导地位，自我们在2月份发布报告以来其产品的迅速扩张趋势，以及币安公司交叉销售金融产品的力量。在本节末尾，我们将通过讨论币安如何将交易者放在首位，包括如何弥补5月份黑客攻击造成的损失，以及如何冻结币安期货保险基金的初始资本。

在核心现货交易中占据主导地位

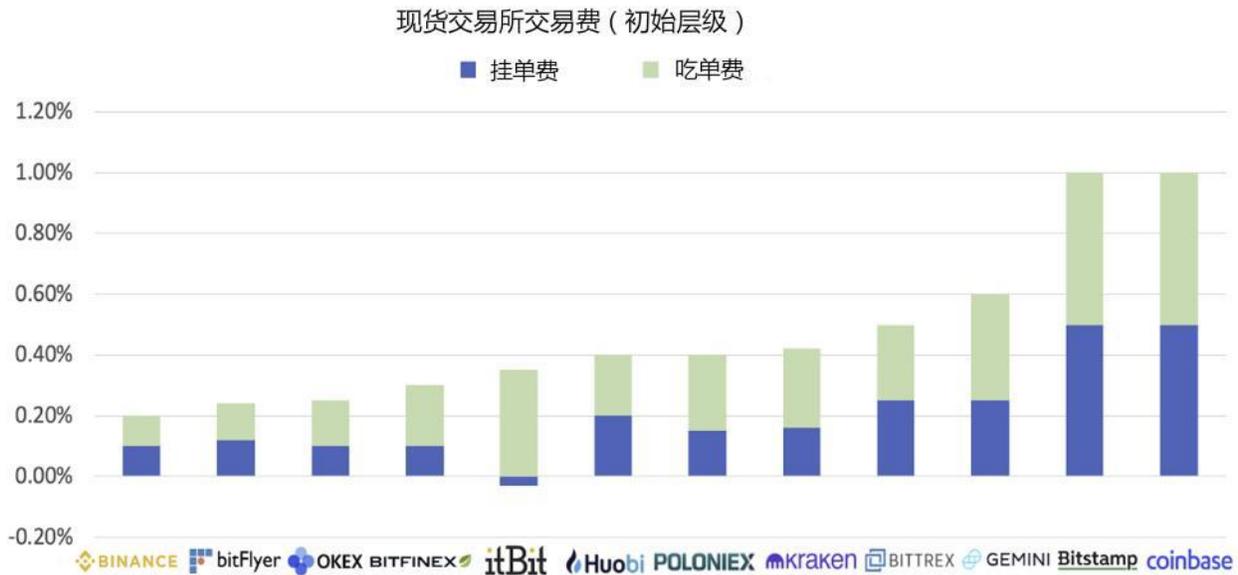
今年3月，Bitwise[发布](#)了一份与美国证监会(SEC)共享的有关加密货币交易数量的详细报告。在报告中，Bitwise得出结论称，币安不仅拥有所有交易所中最可靠的流动性，而且其规模是排名第二的竞争对手的将近3倍。

自我们2月份发布报告以来，币安在加密货币现货交易市场持续保持着市场领先地位。目前，在前50大交易代币中，其中98%的代币的最大交易所为币安。这意味着，在排名前50位的资产中，有49家在币安的每日现货交易量超过了其他任何“[10大](#)”交易所（分别为Bitfinex、Bitflyer、Bitstamp、Bittrex、Coinbase Pro、Gemini、itBit、Kraken和Poloniex）。唯一的例外是比特币SV (\$BSV)，币安在2019年4月将其摘牌。如下表所示，自2017年7月推出交易所以来，币安的流动性增长迅速，并一直保持着主导地位。



数据来源: [CoinAPI](#)

币安在现货交易领域的主导地位使他们能够提供所有主要交易所中最低的交易费用，从而进一步巩固自身优势。币安团队正在娴熟地执行亚马逊的“你的利润就是我的机会”[战略](#)。



数据来源: 交易所网站, [The Block](#)

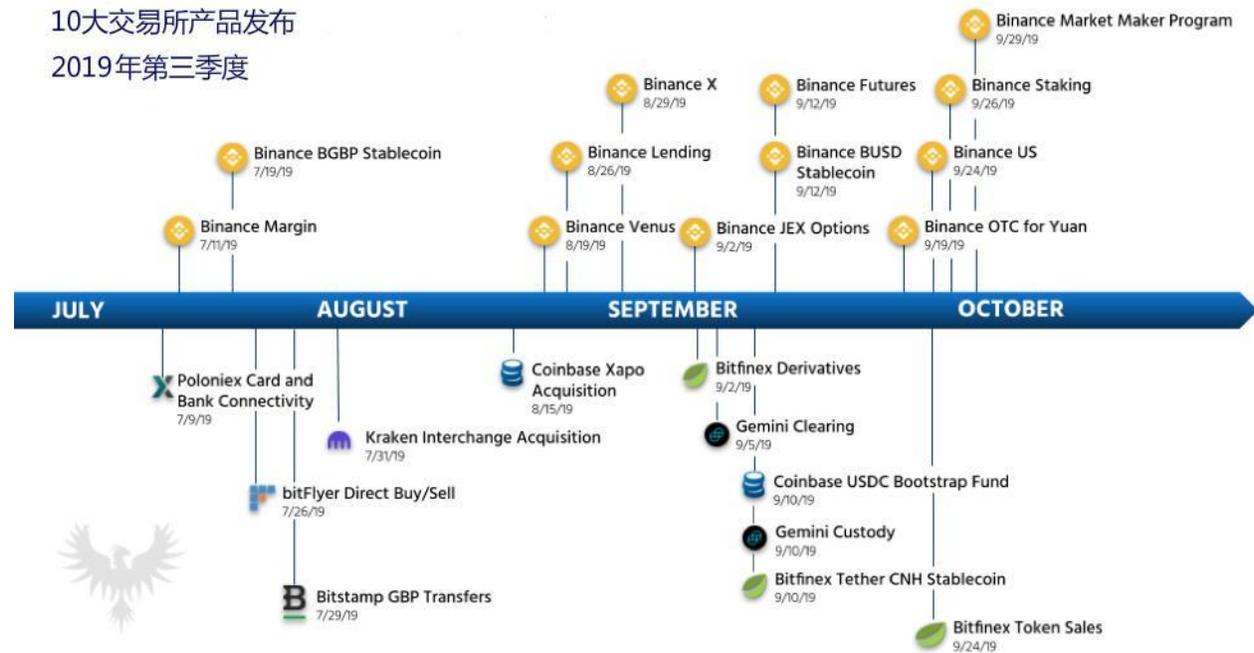
币安最大的竞争对手们正在[失去](#)市场份额，被迫进一步大幅[提高](#)收费以保持收入稳定，而这进一步增加了币安交易所对交易者的相对吸引力。与此同时，币安还在继续降低手续费。举几个例子：

1. 币安将使用BNB代币支付的25%交易费折扣率再[延期](#)一年（原计划在2019年7月将折扣降低至12.5%）。
2. 币安 DEX[推出](#)时的费用低于中心化交易平台费率。
3. 币安目前对币安3个月期货[提供](#)50%折扣费用。

4. 币安美国正通过在10月份期间提供零交易费来刺激流动性。
5. 币安期货将其名义清算费用从0.5%降至0.3%。

产品迅速扩张

尽管占据了现货交易所的头把交椅，币安仍在不断推出新产品。以这种规模的组织来说，币安前进的速度可谓极其惊人。仅在第三季度，币安发布的产品数量就超过了其他九大交易所的新品总和：



数据来源：Kraken blog, Coinbase blog, Bitfinex Blog, Gemini blog, Bittrex News and Announcements, Poloniex blog, itBit blog, Binance blog, Bitstamp News and updates, bitFlyer USA blog, CoinDesk, The Block

1. 币安期货（注意，它已经迅速成为流动性排在第二位的期货市场）
2. 贷款
3. 为中国交易者提供场外交易平台，引导人民币进入加密货币领域
4. 保证金交易
5. 质押支持（注意，这需要客户方面的零工作）
6. 吸引更多做市商的新项目
7. 以英镑和美元计价的稳定币
8. 币安美国：币安公司在美国注册的子公司，受美国法规的约束
9. Binance X
10. Venus：在币安链上发行主权货币的平台（此为对Facebook的Libra项目的呼应）

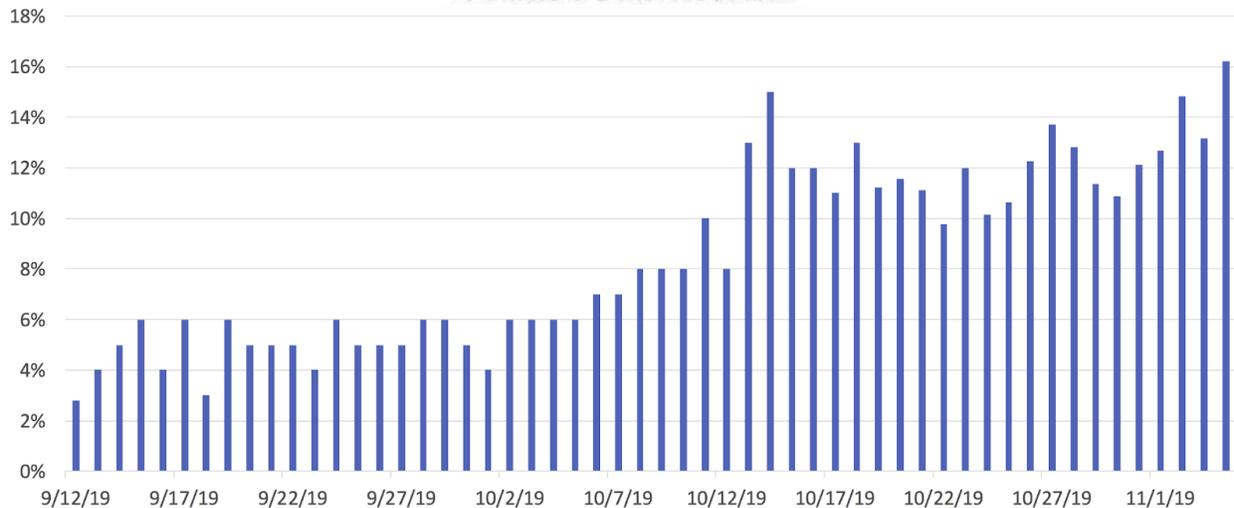
去中心化和团队自治是这一战略的关键组成部分。币安组织的去中心化本质使团队部门得以快速发布和集成新产品。币安公司首席执行官赵长鹏(CZ)曾公开表示，币安是由遍布世界各地的小型自主团队组成的：



“到目前为止，每个团队的表现都相当不错，因为各个团队相对独立且自立。但总的来说，我们现在的许多方案我并没有亲自参与，所以实际上我并不知道币安的所有情况。我确实要了解得多一些，但是单个团队只会每日做各自的工作。”

最令人印象深刻的是，尽管币安在持续高速发布产品，但所有产品至今都未曾遭到操纵或攻击。其他交易所曾发生过这样的例子：[定价算法攻击](#)导致交易员遭到不公平的清算，保证金市场上的[闪电崩盘](#)令贷款机构受损，杠杆代币交易[方向错误](#)。我们没有看到有证据表明币安产品遭受任何攻击，而且交易人员看来对币安所有产品的功能都很满意，这是其内部质量控制工作的有力指标。我们从币安期货的市场份额可以看出，交易人员对币安产品的信心得到了验证：11月4日的市场份额(16.2%)比9月12日上市时(2.8%)高出5.8倍。

币安期货每日交易份额%



Source: [Skew](#)
数据来源: [Skew](#)

交叉销售的力量

与许多现有的交易所一样，币安的核心现货交易业务在其2年的历史中一直是最赚钱的产品。现在，他们正在加速推出新产品，因为交叉销售其服务具有巨大的价值。例如，在一个交易所交易现货、保证金和衍生品，这对交易人员来说是一种强大的锁定机制：跨多种头寸的交叉保证金资产。虽然这个功能还没有上线，但我们预计币安会尽快发布它，进一步增强币安生态系统的网络效应。

另一个简单的例子是质押。币安交易员可以在没有锁定期的情况下在交易所持有资产，并获得资产收益。如果她想要在加密货币市场发生外部事件时立即平仓，她可以马上这样做。这消除了以下事务的等待时间：

1. 解质押其代币
2. 在区块链上发送事务
3. 等待一个完整的确认周期，直到一家交易所接受其存款
4. 最终卖掉其代币

提供本地质押激励交易员持有币安的资产，便于他们快速交易，为币安创造了更多的锁定和更多的交易所流动性。

由于流动性汇聚成大型资金池，交易所在提供新金融产品方面处于最佳地位。币安正在以我们从未见过的方式聚集资金。为什么交易者会：

1. 去Poloniex从事保证金交易，
2. 去Bitfinex借贷，
3. 去BitMEX交易永久掉期合约，
4. 去OKEx交易期货，
5. 去Deribit交易期权，
6. 去Bittrex投资IEO，
7. 去FTX进行大宗场外交易，
8. 去Gemini发行稳定币，
9. 去Coinbase使用美元交易加密货币，
10. 去Bitstamp使用欧元交易加密货币，或
11. 去火币使用人民币交易加密货币

如果他们可以通过一个单一接口，仅凭一个流动资金池完成这一切，而且支付的费用更低，他们会做出怎样的选择？

考虑到币安的规模经济，以及身为加密领域中最赚钱的公司之一的地位，该公司可以提供其他任何公司都难以提供的众多金融产品。这包括加密原生金融服务产品（质押、DEX链、IEO、P2P场外交易、稳定币等）和传统金融服务产品（借款/借贷、期货、期权等）。

币安每季度净利润和现货交易量			
季度	净利润	现货交易量	利润/现货交易量
Q3 2017	\$ 7,395,000	\$ 4,094,243,794	0.18%
Q4 2017	\$ 200,010,143	\$ 78,763,349,302	0.25%
Q1 2018	\$ 150,093,226	\$ 227,813,686,148	0.07%
Q2 2018	\$ 163,484,787	\$ 149,451,960,088	0.11%
Q3 2018	\$ 84,994,076	\$ 104,592,795,347	0.08%
Q4 2018	\$ 47,334,295	\$ 71,442,494,437	0.07%
Q1 2019	\$ 77,967,978	\$ 66,650,384,697	0.12%
Q2 2019	\$ 119,189,647	\$ 161,813,743,638	0.07%
Q3 2019	\$ 185,982,298	\$ 112,536,558,490	0.17%
总计	\$ 1,036,451,450	\$ 977,159,215,941	0.11%

数据来源: [CoinAPI](#), [The Block](#)

看看币安公司2019年第三季度的利润，我们就能明白为什么新产品对整个业务如此重要。在2019年第三季度，币安公司烧毁了3,710万美元的BNB，这意味着该公司第二季度的利润为1.859亿美元，这是币安第二大盈利季度（盈利最高的一个季度与2017年泡沫高峰期同时出现）。尽管现货交易量相对平稳，但币安仍实现了如此规模的利润，这意味着新产品正在创造可观的收入和盈利。

把交易人员放在首位

2019年5月7日，币安公司遭受了一次黑客攻击，损失了约7,000个比特币（当时价值约4,000万美元）的客户存款。币安立即通知其客户并暂停提款。在接下来的几天里，币安明确表示，用户不会因为这个漏洞而蒙受资金损失。相反，币安将利用其SAFU基金来弥补损失，SAFU是一个保险基金，币安将所有交易费用的10%存入该基金。

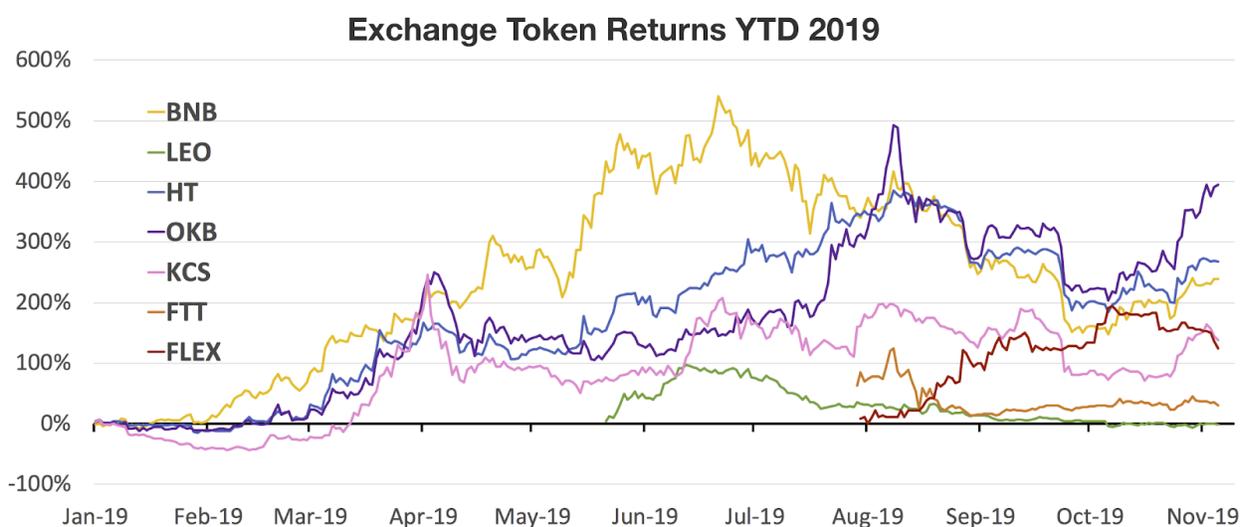
加密领域中，交易所被黑时有发生。而交易所如何应对黑客攻击至关重要。在以往，有多家交易所倒闭，发行股票代币以试图向客户返还资金（但以失败告终），也有因遭到黑客攻击而申请破产的先例。在其他类型的攻击中，其他交易所未能充分保护好交易者的资金。例如，获准为CLAM代币进行保证金交易的Poloniex就遭遇了闪电式的崩盘，随后该交易所决定让平台上所有贷款人的损失社会化。这导致贷方总共损失了1,800个BTC（约合1,450万美元），到目前为止，其中只有10%得到偿还。2018年8月，一名交易员4.6亿美元的期货合约被平仓，随后OKEx将损失社会化。

最后，在我们看来，币安是通过提供初始资金来启动其期货保险基金的。期货平台上的保险基金帮助交易所避免了社会化的回拨，否则盈利的交易员将不得不牺牲部分收益来弥补其他交易员的损失。我们认为，币安锁定资产负债表资金是为了保护期货平台上的交易人员。因为币安是盈利的，有一个稳健的资产负债表，他们有资本向交易者提供这样的担保。

构成挑战的交易所（代币）出现

一批有信誉的团队在2019年推出了新的交易所。[CoinFLEX](#)推出了实物交割期货交易所。[Alameda Research](#)推出了加密衍生品交易所[FTX](#)。聚合钱包/浏览器公司[Blockchain.com](#)最近推出了[THE PIT](#)。

在2018年下半年推出的交易所数量相对较少的情况下，眼下交易所数量增加可能有几个原因。首先，交易所在历史上一直是加密货币领域最大的利润中心，因此每个人都能看到他们面前的巨大财务机会。考虑到2019年迄今为止，交易所代币行业的回报率是多么深具吸引力（各交易所的回报率中位数为159%），交易所代币升值是各家团队推出交易所的另一个令人信服的理由。因此，我们也看到许多新的交易所代币得以发行。



数据来源: [CoinGecko](#)

此外，传统金融机构正在进入这一领域，并提供加密货币原生金融服务。例如，Bakkt在9月份推出了实物交割的期货。芝加哥商品交易所(CME)计划在2020年第一季度推出期权产品。这些发展使该领域益发合法化，并可能使得新的初创交易所能力筹集资金、参与竞争。

币安乐于效仿竞争对手

“好的艺术家复制作品。伟大的艺术家剽窃灵感。”——史蒂夫·乔布斯(Steve Jobs)

我们同意这种说法。币安已经反复证明，在从别人那里复制所有最好的产品这一点上，他们毫不怯懦。这种表现可以在币安期货的首次亮相中看到。币安一字不改地抄袭了BitMEX的永续合约交易所的部分文档，当BitMEX向币安CEO赵长鹏指出这一点时，赵长鹏显得相当淡定。

我们可以合理地预期，币安会复制来自有竞争力的交易所的任何新产品。这会限制竞争对手快速扩张的能力。例如，Bitfinex最近宣布了一个引人注目的会员佣金计划[affiliate program](#)。启动一个类似的佣金计划，对于币安来说是一个合理的动作。其竞争对手交易所已经推出了[杠杆化代币](#)、[初始期货开盘](#)以及其他新产品。如果事实说明这些产品很受欢迎，我们预计币安会与之展开直接竞争。

币安的快速跟进战略已经收到了成效。币安期货在上市两周后成为全球流动性[第二](#)高的衍生品交易所。当币安借贷在8月下旬[上线](#)时，BNB贷款在16秒内全部预订完毕，USDT贷款在3分钟内达到上限，ETC在9分钟内关闭。赵长鹏在币安的第三季度BNB报告中[宣布](#)，P2P场外交易平台在交易的头24小时内促成了150万美元的交易量。

竞争态势

当然，如果币安可以复制所有其他的交易所，那么其他人也可以复制币安的创新。然而，虽然其他人可以复制，但他们不能像币安那样有效地复制。下面我们将通过几个关键领域来研究这些动态：

1. 以交易所代币作为本地资产构建DEX链——2019年3月，币安链主网上线。[其他](#)多家交易所此后宣布计划推出自己的区块链，并将自己的本地代币移植到这些区块链上。然而，其他所有的交易所至今都还没有推出其公链，也没有公布公链上线的可信时间表。
2. 促进IEO发行——如果说2017年是ICO（首次代币发行）年，那么2019年就是IEO年（首次交易所发行）。币安于2019年1月宣布推出币安Launchpad，正式[确立](#)了IEO。许多交易所此后推出了自己的IEO平台。例如[Bitfinex](#)、[Bittrex](#)、[KuCoin](#)、[OKEx](#)和[火币](#)。我们认为，由于币安占据如此显要的主导地位，他们可以更挑剔地遴选他们上架的项目（因为有更多的团队申请在币安上市）。因此，币安Launchpad的[投资资本回报率](#)高于其他交易所平台。
3. 上架更多的资产——当其他的交易所开始看到他们的市场份额下降（因此收入也随之下降）的时候，他们跟随币安的脚步，扩大了他们上架资产的范围。例如，Coinbase在2017年的牛市中只上架三种资产：BTC、ETH和LTC，而在2018年11月至2018年12月期间Coinbase上架13项资产。不过，尽管竞争对手新上了各种代币，但币安仍是这些资产流动性最强的交易所。



数据来源: [CryptoRank](#); 注: 此计算基于每个交易所平台上每个IEO的总回报 (10月20日价格vs. IEO价格), 并计算每个项目的ROI均值

总之, 很明显, 币安是加密货币行业中占主导地位的交易所业务。他们不仅比其他人更快推出产品, 而且当有人先其一步, 在市场上率先推出创新的产品时, 他们愿意并且能够快速做出反应、与之竞争。另一方面, 其他交易所也有几次试图复制币安的创新, 但都失败了。

交易所代币方程式

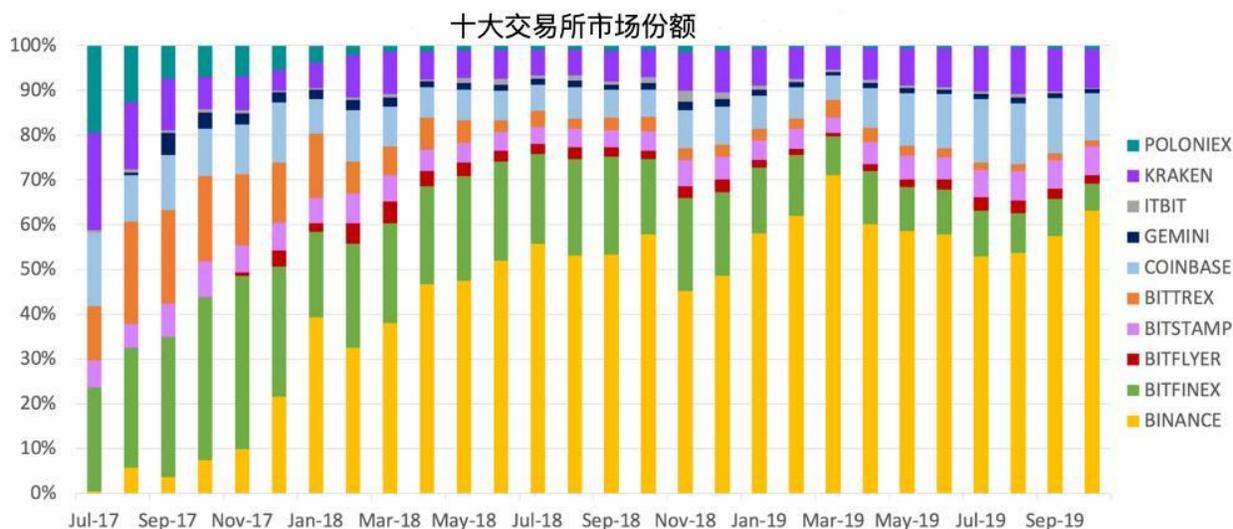
我们一直在做大量的代币基准测试工作, 因为我们发现这个领域**极具吸引力**。我们对交易所代币的主要论述是, 代币将在交易所创造的价值中占据越来越大的比例。我们在两个维度上评估交易所代币的质量:

1. 交易所创造的价值
2. 代币捕获该价值的程度

我们可以将代币的价值捕获建模为这些变量的乘积。我们称之为交易所代币方程式 (不, 我们在这里指的不是交易所的MV=PQ方程式)。

交易所代币网络价值=交易所产生的价值*捕获代币价值的效率

我们所说的“交易所创造价值”是指企业本身的成功。举个简单的例子, 与ZB这样的交易所相比, 币安的“交易所创造价值”要大得多。我们在这里评判的指标包括: 收入、每日用户、网站流量、产品供应的广度、社区可信度、数量、流动性、管理团队能力等。虽然无法量化其中的许多指标, 但我们相信币安创造了该领域中任何交易的最大价值。事实上, 我们还没有找到任何一个数据与其接近的交易所。



价值捕获的效率指的是随着交易所市场份额的增长，代币价格随之增长的能力。在价值捕获方面，我们已经确定了评估效率的七个关键特征，并基于这七个特征，分别对每个代币给予评分。

价值捕获效率评分								
交易所代币	每日交易量 (24h)	回购和销毁	现金流	速度下沉	交易折扣	投票权	销毁/价格比 (当前浮动)	通胀/分配比
BNB	Spot: \$1,660,508,767 Deriv: \$1,292,305,293	7	3	5	4	2	4.68%	1
LEO	Spot: \$148,807,665 Deriv: \$406,358	2	2 (call options)	3	7	7	2.53%	4
HT	Spot: \$271,203,988 Deriv: \$3,656,516,133	6	1	1	1	1	17.57%	5
FTT	Spot: \$18,941,368 Deriv: \$292,506,752	1	6	2	2	4	8.14%	7
FLEX	Spot: \$976,138 Deriv: \$469,186,081	3	5	7	6	3	34.31%	6
OKB	Spot: \$127,418,459 Deriv: \$4,462,726,793	4	7	5	5	5	8.19%	3
KCS	Spot: \$34,401,478 Deriv: \$11,705,536	5	4	4	3	6	2.44%	2

数据来源: [CoinGecko](#), 交易所网站, [Coinfi](#)

1. 回购和销毁——我们在这里考虑了几个因素：销毁的频率（每小时、每天、每季度等），使用的收入/利润百分比，以及交易所是否在销毁代币之前购买了代币。
2. 直接现金流——有几种方法可以让交易所代币持有者获得现金流——分配交易所收入，质押/委托奖励，以及在DEX链上验证。

3. 速度下沉——这包括像为质押代币提供折扣和转介费的机制，也包括空投（参见币安JEX代币，火币DPOS奖励），为期货提供担保，和其他锁定奖励。
4. 交易折扣——我们相信，与使用代币支付的交易折扣相比，使用各层的交易折扣可更有效地获取价值。例如，持有更多LEO的交易者在Bitfinex上可以获得更大的折扣。同样，持有更高的BNB在币安也能获得同样的折扣待遇。
5. 投票权——这是我们认为交易所可以改进的一个指标。大量持有代币是有实际价值的，因为它能够为上架新的资产进行投票（在币安的案例中尤其如此，因为它是规模最大、流动性最强的交易所）。如今，火币提供的投票权最好。
6. 销毁/价格比——这是最重要的衡量标准。本质上它计算的是以美元计价的年度代币销毁量与当前代币市值的比值。除了改变烧毁机制外，不可能改变这个比值的結果，因为交易所无法调整市值。
7. 通货膨胀/分配——团队是否有动机刺激代币价格上升（例如，他们是否持有大量代币），通货膨胀是否会抑制价格，以及早期投资者的锁定期是怎样的？

BNB的代币价值捕获效率

对比BNB与其他交易所代币进行评估后可以发现，与几家同行相比，币安的代币经济结构并不理想：

1. 币安并不是从公开市场回购代币然后销毁；而是每季度从库存中销毁。话虽如此，我们认为这并不重要，因为他们没有在公开市场上出售以BNB支付的交易费用（因此净收益为零）。赵长鹏最近在币安的[第9次BNB销毁记录](#)中对此发表了评论：

“BNB销毁不存在“回购”。社区有一些声音，他们认为“回购”更好。但是想想看，一个平台的主要收入正是他们的平台币，他们唯一获得“现金”的方式是先出售代币。他们先卖掉代币，然后再去“回购”，有什么意义么？并没有。它只意味着其它平台没有持有自己的平台币。”

2. BNB的现金流组成部分很少，只有币安持有者空投JEX计划和转介费计划。我们相信，在未来12个月的某个时候，在币安链上引进BNB质押将是一个合理的动作。
3. 币安与其他交易所有着相同的速度下沉：大量持有BNB，以期在交易中获得折扣。我们认为币安应该允许交易者使用BNB作为期货合约的抵押品，从而增加速度下沉的强度。BNB拥有悠久的保值历史、庞大的市值和较高的每日流动性（尤其是作为与其他资产的基数对），这使得它成为良好的抵押品。此外，许多大型交易员已经持有BNB以获取折扣；允许他们使用BNB作为抵押品，提高了资本效率，推动更多的流动性流向币安期货，同时远离竞争激烈的期货交易场所。
4. 币安最近重启社区每月投票上市机制。BNB持有人同时可对Binance DEX上架资产进行投票。虽然这是一个良好的开端，但我们希望看到币安引入更多的投票权。一

个有趣的设想是，BNB的持有者可以对币安旗下的法币-加密货币交易所进行投票（其中包括币安泽西岛、币安新加坡和币安美国）。

为什么交易所产生的价值比代币价值捕获效率更重要

与其他交易所相比，币安并没有为BNB提供最佳的价值捕获机制。这一点在过去6个月以来显得日渐清晰，因为我们看到一些构成挑战之势的交易所推出了非常新鲜的代币经济。举几个例子：

1. Bitfinex使用VWAP实时销毁LEO代币，
2. FTX提供FTT作为期货头寸抵押品，
3. CoinFLEX通过以交易驱动的挖矿来激励流动性，
4. 火币向锁仓HT持有者提供类似PoS质押的现金流，
5. KuCoin每天以分红的形式向KCS持有者分配交易费用收入

这当中的每个团队都考虑了BNB的独立机制，并思考了改进方法。因此，许多交易所代币比起今天的BNB能提供更有吸引力的代币价值捕获机制。

话虽如此，我们认为，相比其他交易所复制币安的成功，币安改善代币经济学要容易得多。明天，币安就可以：

1. 提供BNB作为期货抵押品，
2. 为币安链运用工作代币模型，
3. 要求想要获得质押奖励的用户持有BNB代币，
4. 引入一个会员计划，激励新的交易人员持有BNB

另一方面，其他的交易所没办法做到在明天扳动开关，成为加密货币行业最主要的交易所。我们预计币安能够利用其他交易所率先采用的许多卓越功能，随着时间的推移提高BNB的实用价值。

结论

自从我们在2月份发布了[币安币 \(\\$BNB\)的分析和估值](#)以来，币安的业务迅猛增长。此前币安只是一个现货交易所，而今已经增加了期货、保证金、贷款和期权业务。另外，该公司开始增加加密货币原生金融产品（质押、稳定币、币安链等）。我们从未见过一家金融服务机构以如此快的速度推出新产品和新服务。当价值转移成为一个全局的、简单的、开放的API时，就会发生这种情况(这与价值转移复杂、缓慢、昂贵和高度分散化的传统系统恰恰相反)。

我们一直对币安推出新产品、执行竞争的各方面能力印象深刻。而比币安快速发布产品更让人印象深刻的是，当中很多产品确实成功了)：

1. 币安期货是[全球流动性第二高的衍生品交易所](#)。
2. 币安借贷的第一阶段在10分钟内就获得了[全部](#)认购。

3. 在中国，币安 P2P交易首日的交易额就[达到](#)了150万美元。
4. 币安美国的[24小时交易量](#)迅速增长至[3,200万美元以上](#)（呈线性增长）。推出一个月后，它的24小时交易量[超过](#)了itBit和Gemini。
5. 币安Launchpad IEO的平均[回报率](#)为80.41%（截至10月22日），该回报率高于所有其他IEO平台。
6. 币安DEX比地球上[其他任何DEX](#)的[交易量](#)都大。

我们现在有经验证据表明，币安因其推出新产品的能力而获得了丰厚的回报——尽管现货交易量下降了31%，但币安2019年第三季度的利润为1.859亿美元，位居历史第二高。因此，我们预计币安将加倍努力，继续加速开发和发布新产品。

自从我们发布2月份的报告以来，交易所代币市场发生了巨大的变化。我们已经看到构成挑战态势的交易所呈现爆炸式增长，并推出了与BNB直接竞争的交易所代币。尽管我们认为许多新交易所提供了令人信服的代币经济学，但这些交易所很难与币安展开有效竞争。

币安的网络效应和主导地位与日俱增。我们认为，如果/一旦币安增加了对交叉保证金头寸的支持，它们的网络效应会变得更大。随着时间的推移，随着他们不断推出新产品并改进现有产品，币安将继续向BNB代币添加新功能。而当其他交易所继续在代币经济学上推陈出新，推出巧妙新颖的功能时，币安很可能会马上继续复制它们。

考虑到当前的交易所代币格局、币安的市场领先地位、他们复制竞争产品的意愿、以及他们调整BNB的代币经济学以期代币持有者提供更多价值的过往成绩，我们认为BNB在当前价格上被严重低估。截至发稿时，BNB市值为3,216,288,747美元，总市值排名第七（不含USDT）。