

高估值、低流通代币 现状观察及思考

2024年5月



目录

要点	2
市场洞察	3
低流通量、高 FDV	3
市场影响	6
低流通量、高 FDV 代币盛行的原因	8
私募市场资本的涌入	8
激进的估值	9
乐观的市场情绪	9
考虑因素	11
给投资者的建议：关注基本面	11
给项目的建议：着眼长远	11
结语	13
参考资料	14
币安研究院最新报告	15
关于币安研究院	16
资源	17

- ◆ 近几个月来，估值高且初始流通供应量低的代币盛行，受到加密货币社区热议。人们担心在代币生成活动 (TGE) 之后，这种市场结构几乎不会给交易者带来可持续的上涨空间。
- ◆ 来自 CoinMarketCap 和 Token Unlocks 的数据证实，越来越多的代币倾向于以低流通供应量和高估值的形式发行。值得注意的是，据估计，自 2024 年至 2030 年，将有价值约 1,550 亿美元的代币被解锁。如果买方需求和资本流动没有相应增加，大量代币涌入市场会带来抛售压力。
- ◆ 由于私人市场资本的涌入、激进的估值及乐观的市场情绪等因素，代币发行时完全稀释估值 (FDV) 往往较高。
- ◆ 鉴于当前的市场环境，投资者必须精挑细选、擦亮双眼，充分考虑项目的基本方面，如代币经济学、估值和产品等。项目团队可能还需要考虑与代币经济学设计相关的决策所带来的长期影响。
- ◆ 风险投资公司将继续在加密货币行业中发挥重要作用，并可与项目团队合作，共同确保供应分配公平、估值合理。

近几个月来，估值高且初始流通供应量低的代币盛行，受到加密货币社区热议。人们担心在代币生成活动 (TGE) 之后，这种市场结构几乎不会给交易者带来可持续的上涨空间。

这种担忧并非毫无根据。越来越多的代币选择以较低的流通供应量发行，而将很大一部分供应量预留给未来。鉴于这些代币在发行时可供交易的流动性有限，如果市场行情看涨，其价格可能会迅速上涨。然而，当大量代币供应在解锁后涌入市场时，这种价格增长显然不可持续。

此外，市场也开始关注这些 **FDV 与久经时间考验、备受用户追捧的成熟 Layer 1 代币或 DeFi 代币不相上下的新币**。总体而言，市场参与者目前已意识到此种低流通量、高 FDV 代币带来的影响。

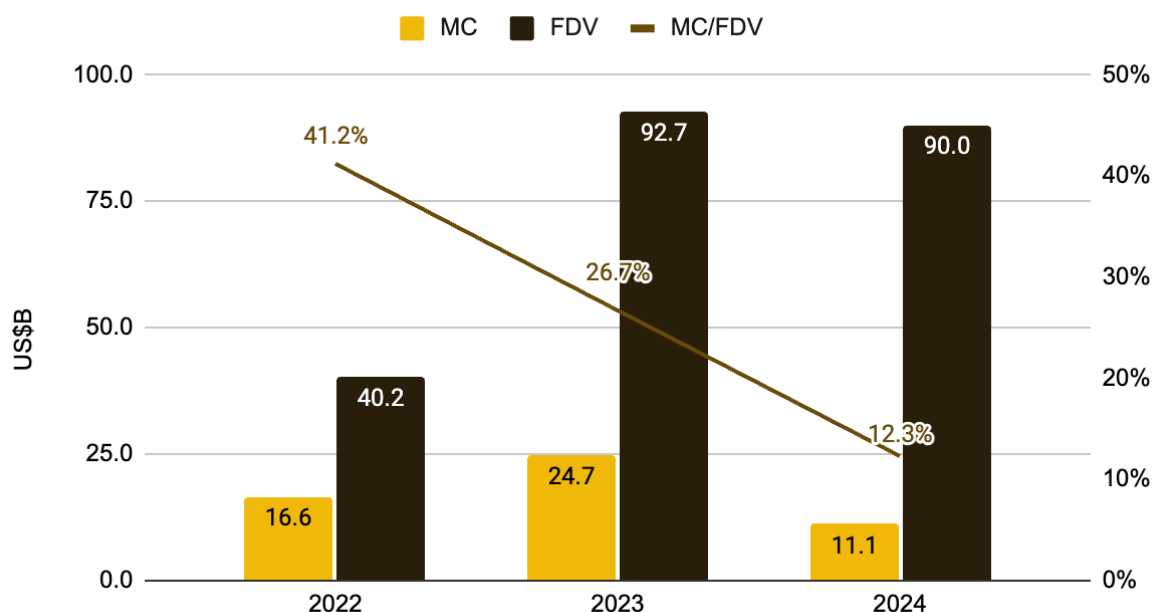
在本报告中，我们将详细探讨这一市场趋势。首先，我们将详细介绍目前越来越多的代币发行之时具有较高 FDV 的现象，探讨该现象可能带来的市场影响。随后，我们会分析这一趋势的根本原因，重点聚焦私募市场活动在这其中发挥的作用。最后，我们会提出一些有助于识别和减轻这一趋势负面影响的考量因素，并为投资者和项目团队提供相应建议。

2.1

低流通量、高 FDV

近来，人们发现越来越多的代币以高估值和低流通供应量发行。当我们将这些新代币与过去几年推出的代币进行对比时，这一点尤为明显：2024 年推出代币的市值 (MC) 与 FDV 之比为近年来最低。这表明，未来将有大量代币会被解锁。

图 1：2024 年推出代币的 MC/FDV 为近三年来最低



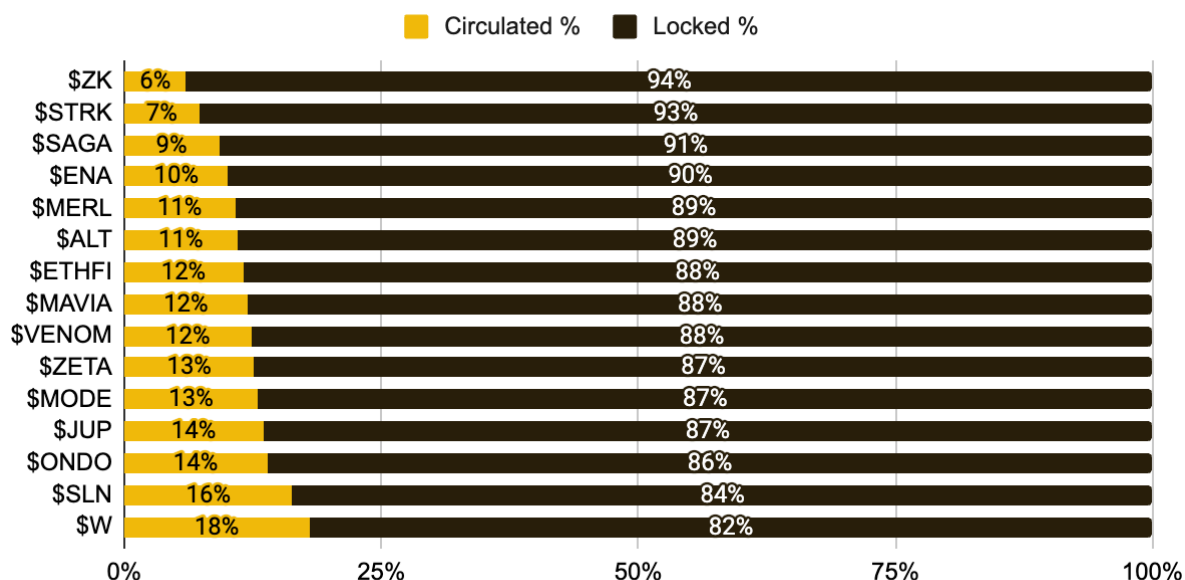
资料来源：Twitter (@thedefivillain)、CoinMarketCap 与币安研究院，数据发布日期为 2024 年 4 月 14 日

图 1 展示了过去三年发行代币的市值和 FDV，凸显出这些指标之间的差距逐年递增。值得注意的是，虽然 2024 年才过去几个月，但仅这头几个月发行代币的 FDV 就已接近 2023 年的总和，表明代币纷纷选择以高估值推出。

2024 年发行代币的 MC/FDV 为 12.3%，预示未来将有大量代币投入流通。这也意味着，这些代币要想在未来几年内维持目前的价格，就需要有约 800 亿美元的需求方流动性流入这些代币，以匹配供应量的增加。尽管市场周期会发生变化，但这可能并非易事。

通过对近期推出的一些代币进行研究，即可发现 2024 年推出代币的 FDV 极高的根本原因。图 2 展示了近几个月推出的一些代币，及对应的流通供应量和锁定供应量比例。这些代币的流通供应量比例均低于 20%，最低的仅有 6%，FDV 偏高的根本原因显而易见。

图 2：近期推出代币的流通供应量较低

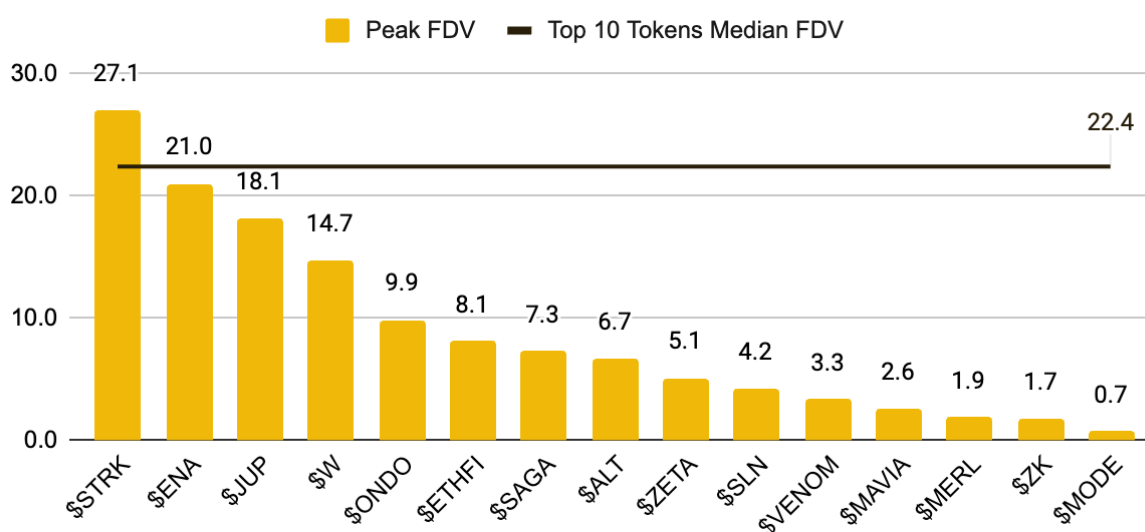


资料来源：CoinMarketCap 与币安研究院，数据发布日期为 2024 年 5 月 14 日

在需求量相同的情况下，较低的流通供应量会引发流动性稀缺，导致初始代币价格上涨，从而推高 FDV。

通过对比上述代币的最高 FDV 与市场上排名前十的代币（不包括 BTC、ETH 和稳定币）的中位数 FDV，我们可以了解到近期上架代币的相对估值。部分代币的最高估值已接近市场上推出多年的大型代币的估值。

图 3：部分近期推出的代币的最高估值已接近市场上大型代币的估值



资料来源：CoinMarketCap 与币安研究院，数据发布日期为 2024 年 5 月 14 日

尽管如此，值得注意的是，仅考察 FDV 本身并不全面，我们还应考察 FDV 比率指标（如 FDV/总锁定价值或 FDV/营收等），这些指标将运营指标纳入考量，因此更具价值。

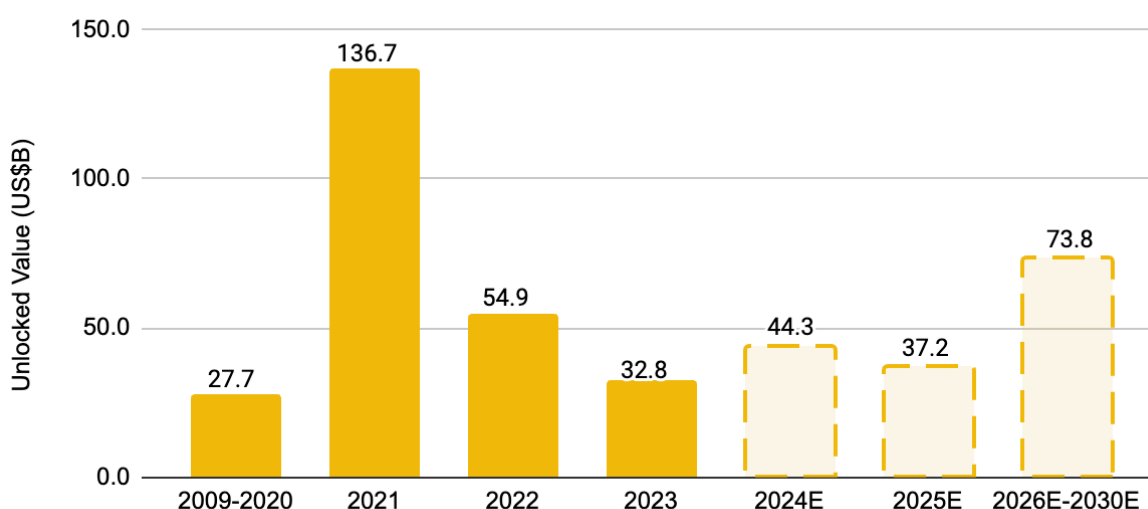
在过去几个月中，许多项目都推出了自己的代币，其中许多都具有低流通量和高 FDV 的特点。由于此类项目数量众多，我们仅选择了其中几个进行展示。请注意，此处仅为了说明越来越多的代币选择以低流通量和高 FDV 推出，并不代表对所选项目价值或潜力的负面评估，因为还有许多其他因素在起作用。

2.2 市场影响

代币以较低的流通供应量推出对市场行情产生了影响，尤其是增加了抛售压力。Token Unlocks 的一份报告显示，据估计，自 2024 年至 2030 年，将有价值约 1,550 亿美元的代币解锁⁽¹⁾。虽然该数值仅为预估值，但其中的含义显而易见：预计未来几年将有大量代币供应被释放，如果没有相应的资金流入，许多代币将面临巨大的抛售压力。

鉴于此，了解代币解锁时间表并对其进行追踪对投资者来说至关重要，可避免在面临大量代币解锁时措手不及。

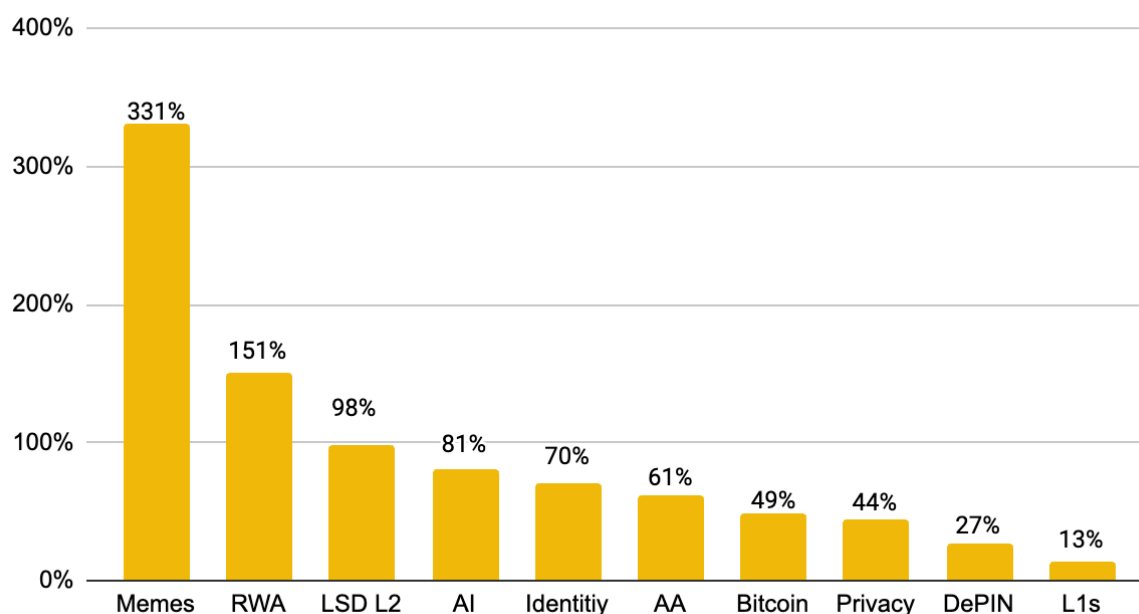
图 4：未来几年将有总价值 1,550 亿美元的代币解锁



资料来源：Token Unlocks 与币安研究院，数据发布日期为 2024 年 5 月 14 日

此外，我们还观察到了一个相关的现象，即今年迄今，模因币表现卓越。除了较高的心智份额和强劲的投机需求外，可以说模因币的代币供应结构也是推动其今年上涨的因素之一。

图 5：模因币成为今年迄今表现最优的叙事



资料来源：Dune Analytics (@cryptokoryo_research)，数据发布日期为 2024 年 5 月 14 日

大多数模因币已将所有代币解锁，让其在 TGE 时进行流通，此举消除了未来稀释所带来的抛售压力。许多模因币推出时的 MC/FDV 之比为 1，表明持有者不会因未来代币发行而面临进一步稀释。此种结构一定程度上提高了模因币的吸引力，尤其是随着人们逐渐意识到大量代币解锁所带来的影响。尽管模因币的成功不应完全归因于不以较低的流通量推出代币，但个人投资者显然对模因币表现出极大的兴趣，即使此类代币可能不具备实际效用。

许多个人投资者将模因币视为对抗机构投资者优势（可参与私募融资）的一种手段，这不禁让人想起股市中著名的“GameStop 轧空”事件。这是因为，模因币通常以人人都能获得的方式推出，机构参与者几乎没有机会提前以低成本买入模因币。因此，模因币已成为当前市场上的一个重要叙事，以其庞大的成交量和强劲的价格走势持续吸引着投资者的关注。

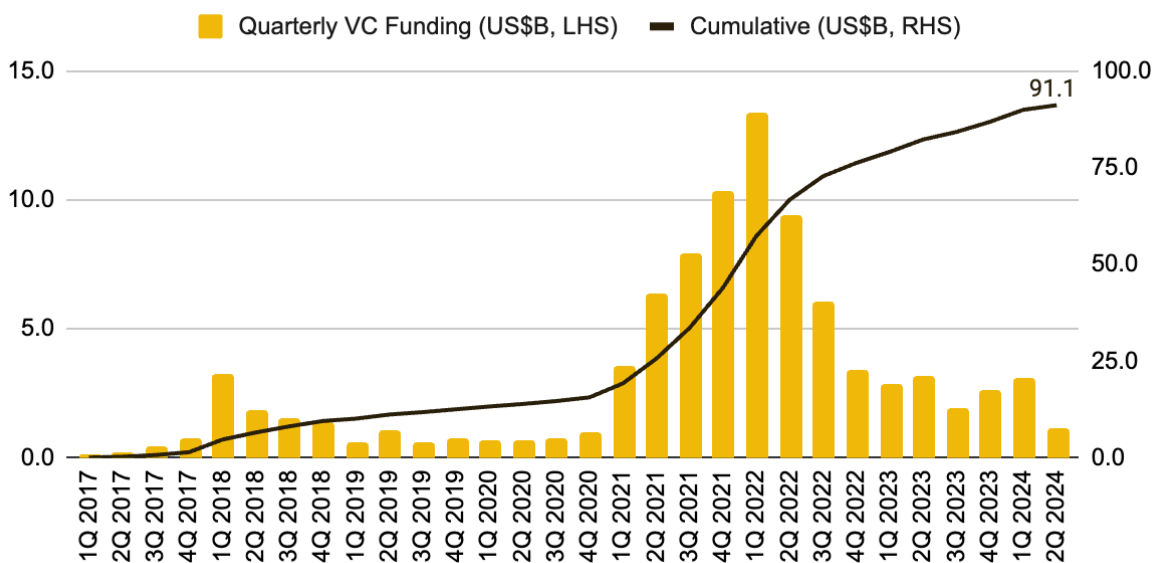
低流通量、高 FDV 代币盛行的原因

高估值加上代币解锁带来的持续抛售压力，对代币价格产生了结构性负面影响。然而，正如上一节所述，这种情况近年来越来越常见。下文将探讨造成此种现象的几个原因。

私募市场资本的涌入

风险投资 (VC) 基金逐渐巩固了其在加密货币投资领域举足轻重的地位。尽管市场周期会导致投资资本的自然波动，但流入加密货币领域的风险投资资本一直在稳步上升。自 2017 年以来，风险投资在加密货币项目方面的投资总额已超过 910 亿美元，证明了其在为项目提供必要资金方面的作用日益突出。

图 6：2017 年以来加密货币项目获得的风险投资累计融资额已超过 910 亿美元



资料来源：The Block 与币安研究院，数据发布日期为 2024 年 5 月 13 日。

然而，风险投资基金对加密货币项目投资的显著增长，导致其对加密货币市场估值的影响力也相应上升。随着流入该领域的资金越来越多、风险投资公司参与的交易越来越多，代币估值势必会被推高。

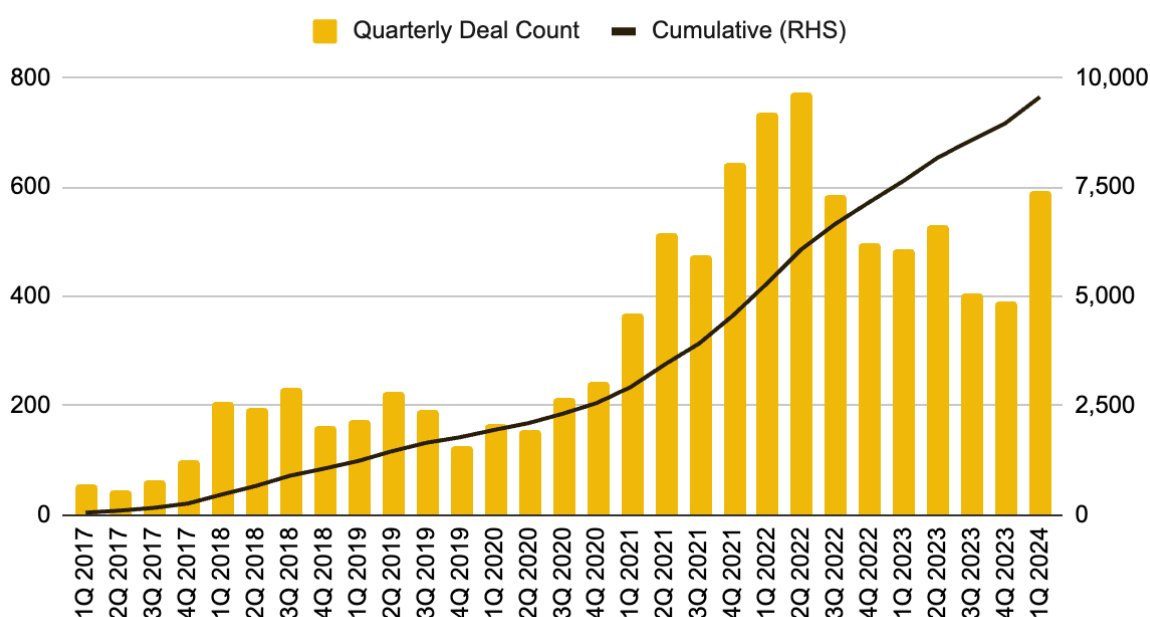
因此，当代币在公开市场推出时，其价格和估值已经被抬高。实际上，**私募市场的大规模融资会导致代币发行时的估值高达数十亿美元**，从而使公开市场投资者更难从未来的增长中获利。

激进的估值

今年来，强劲的市场表现刺激了市场情绪，导致交易活动更为激进。鉴于此，部分投资者开出更高估值支票的意愿越来越强。

考虑到数百万美元的估值已成为一种常态，如果对估值采取谨慎态度，反而可能会让风险投资公司在其有限合伙人 (LP) 眼里显得很糟糕，因为这意味着风险投资公司在交易活动频繁时放弃大多数交易。虽然目前的市场活跃度仍低于 2022 年的峰值水平，但 2024 年第一季度的加密货币交易笔数环比增长了 52.1%，是近两年来的最高水平。

图 7：今年的交易活动有所增长



资料来源：The Block 与币安研究院，数据发布日期为 2024 年 5 月 13 日。

此外，风险投资公司有动力在牛市期间继续部署资本。只要市场向好，较高的估值就会提升风险投资基金的业绩表现指标。此外，对项目而言，以高估值筹集大量资金是有益的，因为这让其无需大幅稀释市值即可获得营运资金。这也显示来自“聪明钱”的有力支持。

总体而言，在私募融资中以高估值筹集资金，意味着各利益相关方有动力以更高的 FDV 公开发行代币。

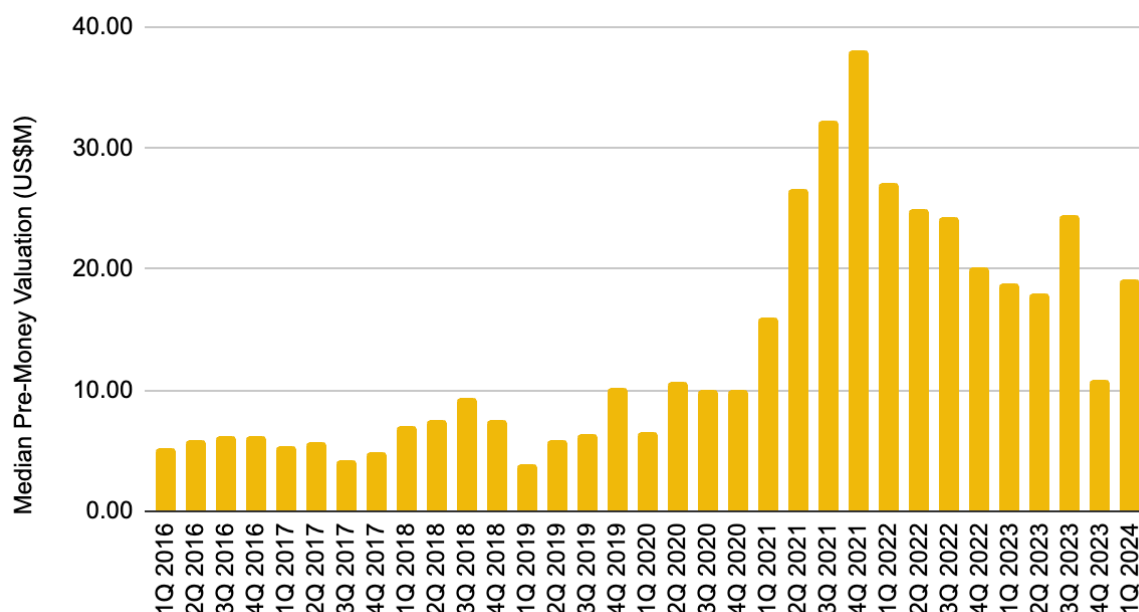
乐观的市场情绪

今年第一季度，加密货币市值增长了 61%，在此期间，市场情绪非常积极，这可以理解。在第一季度的 91 个日历日中，Coinmarketcap 的恐惧与贪婪指数有 69 个日历日处于“贪婪”和

“极度贪婪”区域。⁽²⁾相应地，项目团队能够利用这种积极的投资者情绪，在第一季度以更高的估值筹集资金。

这一点从第一季度估值的增长中就可见一斑。具体而言，2024 年第一季度，由风险投资支持的加密货币公司的投前估值环比反弹了 70% 以上。这表明，与上一季度相比，项目平均而言能够以更低的市值稀释率筹集到相同数额的资金。

图 8：2024 年第一季度投前估值实现反弹



资料来源：PitchBook Data、Inc.、Galaxy Research 与币安研究院，截至 2024 年 3 月 31 日

给投资者的建议：关注基本面

当前的市场环境要求投资者必须学会精挑细选，擦亮双眼。考虑到许多项目一开始就有很高的估值，通过公开市场“盲目跟风”买入新代币获得可持续回报的概率很低。大部分上涨收益和快钱可能已经由早期的私募市场投资者赚走了。

无论是投资私募还是面临代币 TGE 阶段，投资者都应开展充分调研，并建立自己的投资流程。可能值得研究的基本面指标和方面包括（并非详尽无遗）：

- ◆ **代币经济学**：投资者不应低估解锁时间表和解锁期的重要性，因为它们会直接影响进入市场的代币供应量。如果代币需求量没有相应增加，就会产生过高的抛售压力，从而压低代币价格。
- ◆ **估值**：FDV 是一个总体规模指标，其本身意义不大。投资者应评估标的项目相对于其他竞争对手和相对于往期的估值比率指标（如 FDV/营收和 FDV/总锁定价值等）。
- ◆ **产品**：投资者应考虑标的项目在产品生命周期中的位置（如白皮书与主网已上线产品的对比）及产品与市场的契合度，同时还应考察用户活跃度（如日活跃地址数和日交易笔数等）。
- ◆ **项目人员**：项目人员包括项目团队和社区。投资者应了解创始人的背景及对项目的贡献、社区参与度情况以及社区对项目的哪些方面最感兴趣。

与其积极追逐下一个可能走红的代币，不如花时间评估当前项目的基本面，有效识别和避免任何会引发损失的风险和陷阱。巴菲特曾说过：“潮水退去，才知道谁在裸泳。”市场向好时，一切似乎都很顺利。投资者应谨慎行事，避免被套牢。

给项目的建议：着眼长远

鉴于需要考虑诸多方面和利益相关方，运作一个项目绝非易事。决策错综复杂，不可能让所有人都满意。尽管如此，我们认为决策的指导原则之一就是要着眼长远。

- ◆ **代币经济学**：如果代币以低流通量和高 FDV 推出，其有限的供应量可能有助于在一开始推动代币价格上涨。然而，随后的解锁可能会给代币带来巨大的抛售压力。项目代币的忠实持有者（他们称得上是社区中最重要的群体之一）会受到影响。而代币表现不佳还会导致激励下降，从而可能导致新的生态系统参与者加入网络的意愿降低。

鉴于此，项目应仔细考量代币分配、解锁和解锁时间表。尽管代币经济学可能更像是一门艺术而非科学，不存在魔数或方法论，但很显然，近期推出代币的流通量普遍很低（如图 2 所示）。为了降低供应量突然增加带来的风险，项目团队和投资者可以考虑引入代币销毁机制，根据设定的里程碑安排解锁时间表，并在 TGE 期间增加初始流通供应量。

- ◆ **产品：**虽然代币有助于抢占心智份额，也是一种优质获客工具，但可行的产品才是创造价值、留住用户及实现可持续增长的关键。项目在 TGE 之前至少应推出一款可行产品，这将有助于投资者和用户更好地理解项目的价值主张，确定产品与市场的契合度。在最好的情况下，推出一款对用户而言极具吸引力的产品可以增强信心，吸引高质量投资者和用户，从而促进 TGE 的成功。从长远来看，产品可以提升代币的内在价值，推动代币价格上涨。

得益于第一季度筹资活动的反弹，项目创始人得以利用市场情绪的高涨获得更高的估值。然而，虽然从直觉上讲，以高估值筹集资金是合理的（没有人会拒绝以较低的稀释率筹集相同的资金），但它会带来一些长期影响。如果项目筹集到的资金远高于其内在价值，未来就必须在随后的私募融资或公开市场上证明此种溢价的合理性。如果做不到这一点，代币价格很可能会走低，逐渐趋向于其真实价值。这样一来，投资者会蒙受损失，项目团队也可能难以扭转社区情绪。

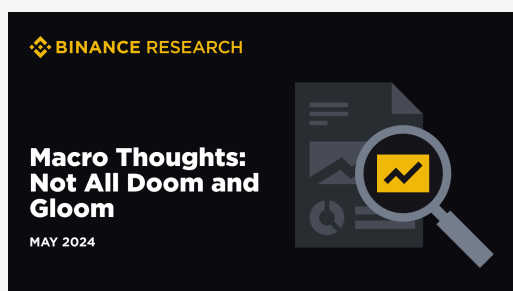
代币经济学无疑是投资者和项目团队最重要的考量因素之一。每一项设计决策都伴随着诸多利弊和权衡。虽然以较低的初始流通供应量推出代币，可能会在一开始推动价格上涨，但代币的稳步解锁和发行会产生抛售压力，从而影响代币的长期表现。如果此种趋势成为行业常态，那么在未来几年里，如果没有与数十亿代币解锁相匹配的资本流入，可持续增长将变得越来越困难。

风险投资公司将继续在加密货币行业中发挥重要作用，由风险投资公司支持的代币并不是绝对不好。项目团队应与风险投资公司通力合作，共同确保供应分配公平、估值合理。

参考资料

1. <https://token.unlocks.app/reports>
2. <https://coinmarketcap.com/charts/#fear-and-greed-index>

币安研究院最新报告



宏观思考：市场并非一片黯淡

滞胀问题及其对加密货币影响的分析



比特币的未来 #2：代币

分析比特币的新可替代代币标准



每月市场洞察 - 2024 年 5 月

概述本月重要市场动态、精彩图表及后续发展



第一季度加密货币现状报告：市场脉搏

汇集了一系列重要图表和市场洞察

关于币安研究院

币安研究院是全球顶尖加密货币交易平台币安的研究部门。该团队致力于提供客观、独立和全面的分析，旨在成为加密货币领域的权威洞察平台。币安研究院的分析师会定期发布具有真知灼见的文章，探讨涵盖加密货币生态系统、区块链技术以及最新市场热点等各种主题。



Jie Xuan Chua, 特许金融分析师

宏观研究员

Jie Xuan (“JX”) 目前在币安担任宏观研究员。入职币安前，他曾在摩根大通担任全球投资专家，并于多家基金公司从事股票研究工作。JX 是特许金融分析师 (CFA) 持证人。自 2017 年起，一直从事加密货币领域相关工作。



Brian Chen

实习宏观研究员

Brian 目前是币安的宏观研究实习生。入职币安前，他曾在金融服务初创公司和 Web3 交易机构担任 DeFi 研究员。Brian 拥有加州大学尔湾分校 (“UCI”) 的金融硕士学位，自 2021 年以来一直从事加密货币领域相关工作。

资源



[点击此处](#)了解详情



[点击此处](#)分享反馈

一般披露：本材料由币安研究院编制，不作为预测或投资建议，也并非购买或出售任何证券、加密货币或采用任何投资策略的建议、要约或招揽。术语的使用和表达的观点旨在增进对该行业的理解和促进其负责任发展，不应视为明确的法律观点或币安观点。文中所表达的观点均为作者观点，时限截至上述日期，且将随后续情况的变化而变化。本文中包含的信息和观点来自币安研究院认为可靠的专有和非专有来源，未必详尽无遗，亦不保证准确性。因此，币安不提供准确性或可靠性保证，对任何其他方式的错误和遗漏（包括因疏忽对他人的责任）不承担任何责任。本文内容可能包含并非纯粹历史性质的“前瞻性”信息。除此之外，此类信息可能会包括预测。我们无法保证所做的任何预测会成为现实。读者应自行决定是否信赖本文提供的信息。本文仅供参考，不构成投资建议，或买卖任何证券、加密货币或任何投资策略的要约或招揽，也不向在此类要约、招揽、购买或出售属于违法行为的司法管辖区的任何人提供或出售任何证券或加密货币。投资有风险。