

作者：Hal Press

来源：Bankless

随着以太体合并的临近，应该如何看待以太体的生态系统和ETH的价格走势？Hal Press的这篇长句可能会有帮助。

(注：已被删除，但本文仅供参考，并非投资或交易建议。)

密码通货史上最大的结构性转换

关于合并的论点没有改变以太坊将进行大规模的结构转换，费用有效为零。这一变化将产生密码货币历史上首次大规模的结构需求资产。

首先，我们要强调以太体核心模型的几个方面，以了解一些重要的基本面供应减少和合并后的质押率等。

去年12月以来最大的变化是，以ETH计价的费用大幅下降。

但是，这里有有趣动作。

虽然资费有所下降，但活跃用户自6月下旬以来呈稳步上升趋势。

这似乎很矛盾。因为应该有更多的用户招致更高的Gas费用。

这一举动被认为是源于最近流行的各种以太网APP应用的高效优化。

最明显的例子是Opensea，从Wyvern迁移到Seaport时，Gas的效率提高了35%。

所以，并不是只是gas的费用减少了，活性度就下降了。

实际上，许多指标尽管Gas读数低但是，最近活动在增加(后面会详细说明)。

这是一个有趣的问题。以太坊的最佳运行速率是多少？更高的费用意味着更多的ETH被烧毁，虽然合并后也与更高的质押率相关，但这些更高的费用也限制了采用。

[xy001

]正如您在2021年看到的，如果费用太高，一些用户将会被推到其他L1生态系统。

在适当扩大rollup之后，以太网应该能够同时实现低成本和持续的招聘。

我们应该，最优点是，足够的手续费高以烧掉所有新释放的令牌。

这样可以稳定ETH的供应，在不抑制招聘的情况下维持足够的低成本。

有趣的是，最近费用在这一点附近取得了平衡。

低成本似乎对招聘也有积极影响，活跃用户在经历了长期的下降趋势后开始增加。

虽然我们似乎接近了最佳运行速率，但减少费用确实会对各种型号的输出产生负面

影响。这种影响不重要，因为按照目前的运行速率，烧毁的ETH还足够大，ETH在合并后会略微缩小。重要的是，目前的运行汇率将继续推动结构性需求。因为释放的ETH大部分不太可能被出售，使用的费用需要在公开市场购买。

合并后质押率增加约100个点，从4.2%增加到5.2%。

但是，这并不能恰当地说明真正的影响。

为了充分认识到这一变化，需要评估实际收益率，而不是名义收益率。

目前，名义收益率为~4.2%，但实际收益率接近零。

因为每年发行4.4%的新ETH。

在这种情况下，实际收益率现在为~0%，但合并后会增加到~5%。

这是一个巨大的变化，大幅创造加密货币的最高实际收益率。

其他可比较的收益率只有实际收益率为1%的BNB。ETH

5%的收益率将成为市场领先的数字。这个收益率的意思是什么？

当铺获得纯5%的利率相当于 $100/5 = \sim 20$ 倍的收益。这个倍数比收益倍数低得多。

由于质押参与率较低，意味着参与者在总奖励中获得的份额过大。

从投资的角度来看，这是ETH的重要优势之一。

在整个加密生态系统中，ETH还有很多其他用途，大多数ETH最终都被锁定在这些APP位置，而不是当铺。这反过来给投资者带来了非常高的实际收益率。

在流动方面，ETH将从持续的~ 1800万美元/天的结构性流入转为~ 30万美元/天的结构性流入。

需求侧流动方程已经软化，但供给侧完全减少仍然是最重要的变量。

我们对ETH评估的供应减少的估计实际上比以前更大。

这是因为，即使价格从高点下跌，散列率也不会相应降低。

因此，矿工的盈利能力可能会大幅下降，销售近100%的ETH。

为了容易计算假设80%的矿工ETH被出售。

在这种情况下，ETH找到了矿工每天销售约10万8000ETH(1800万美元)的平衡。

考虑到平均费用约为200万美元，这将产生1600万美元的净流出。

合并后，该抛售压力降至零，预计合并后约30万美元/天的结构性流入。

总之，尽管过去八个月许多数据发生了很大的变化，但结论几乎没有改变为了防止价格下跌，ETH将会有1800万美元的新资金流入，为了防止价格上涨，ETH将会有30万美元的资金流出。

如上所述，质押率和结构性需求较6个月前有所下降。

但是，在活动减缓的时期这个可以预料到。

如果活动持续反弹，这些比率将上升。

我认为这里经常被忽视的是，合并不仅仅是供求的转换。随着网络在很多方面变得更加高效和安全这也是以太网的大规模基础升级。这就是以太坊合并和迄今为止比特币减半的区别之一。与

比特币减半(安全性降低)时的基本面降低相比，这里的供应大幅减少，基本面大幅改善。

最后，有两个因素需要考虑。

1、时间的收获

我们需要奠定一些背景基础。

为什么SPX (或大多数美国/全球股价指数)是长期利润和稳定的投资工具呢？大多数人认为，这一趋势几乎完全由收益增长和市盈率扩大所推动。他们假设，如果经济增长放缓或市盈率不再扩大，这些投资将来不太可能获得正收益。这是不正确的。

这些指数价格上涨的主要和最可靠的来源是随着时间的推移。

这个例子很好地说明了这一点。柠檬汽水店，柠檬(柠檬=企业，\$柠檬-柠檬股)，每年赚一美元。有10株柠檬股票在流通。

柠檬的资产负债表上没有现金或债务。

目前，市场对1美元成长性股票收益的估值是10倍。柠檬现在多少钱？每股\$柠檬呢？

假设柠檬明年继续每年赚1美元，市场是同样的市盈率柠檬/\$柠檬一年后的价值是多少？

如果第一个问题组的回答是\$10/\$1，则回答正确。

如果第二个问题的回答是\$10/\$1，那就错了。第一部分柠檬的价值是10美元因为市场将1美元的收益计算为10倍，资产负债表的价值为0。第二，市场对1美元收益的市盈率仍然是10倍，但重要的是对柠檬资产负债表上1美元的现金也分配1美元。柠檬现在11美元每股1.10美元。公司赚钱的时候，钱不会消失。

流入公司的资产负债表，其价值流入企业所有者(所有者)。

\$柠檬是因为尽管0增长和0市盈率的扩大，他们创造的收益一年内上涨了10%。

这就是收益率和时间流逝的力量。

加密货币没有从这样的动作中获利。实际上，加密货币实际上受到了相反的影响。大多数加密项目的支出大于收益，因此必须稀释所有者创造弥补负净利润所需的资金。因此，除非收益增长或市盈率扩大，否则每个代币的价格都会下降。我能想到的最明显的例外是BNB，它是目前唯一收入大于支出的L1。

eth转换为PoS后，进入该专用类别。合并的ETH可产生约5%的实际收益率。这一收益率与除BNB之外的几乎所有其他L1非常不同，后者的投资收益率只来自于抵消收益率的通货膨胀。其他同样条件的ETH持有者每年将获得5%的利润。对99.9%的其他项目来说，时间是顺风而不是逆风。

这也将改变所有者的心理，激励他们采取更强的长期购买和持有战略有效锁定更多流动性不足的供应。此外，“实际收益率”理论和ETH成为大型实际收益率加密资产的事实应该有助于吸引更多的组织，加速组织的采用。

2、担心的墙

过去几个月，投资者对技术风险、边缘案例和时机风险非常怀疑。

最近引人注目的边缘情况是，以太网的PoW分支在合并后也可能继续存在。一些PoW至上主义者(如矿工)喜欢使用PoW ETH，认为当前ETH的分支版本优于ETC，后者已经作为PoW的替代品存在。我不认为分歧有什么价值，但我们对这个问题的看法并不特别相关。

重要的是，这个分支不会影响合并后的PoS ETH。所有潜在的风险都容易管理，或者完全不是风险。例如，重放攻击很可能不是问题，因为PoW链不太可能使用相同的链ID。另外中选择所需的族。即使恶意选择使用同一个链ID，也可以通过不与PoW链交互或将资产发送到拆分合同来进行管理。

最后，即使用户受到了重放攻击，它也只会影响该用户个人的资产，而不会影响整个链的健康状况。PoW分支向ETH持有人提供红利，进一步提高合并的价值。如果分支货币有任何价值，ETH的所有者可以将其送到交易所，出售分支货币以获得额外的资本，其中大部分被PoS ETH回收。我们认为这有利于合并相关的投资案例，但很多人担心潜在的风险和其他一系列边缘案例。我们权衡了所有风险后得出的结论是利远大于弊。尽管如此，这些担心还是让很多长期的信徒靠边站。

当我们接近合并时，许多这些问题都会得到解决。最终，随着事件的临近，许多怀疑论者将为持续的资金流入创造动力，并最终改变很多人在合并成功之日购买ETH的想法。这应该有助于抵消“卖新闻”的动向。

上个月，不到三分之一的人认为合并将在10月之前发生。目前，这一日期已被确认为9月中旬，但市场认为10月之前发生的可能性只有三分之二。

在这样的背景下，随着合并的临近，应该如何预测价格的变动？这是核心问题。

首先，他承认，尽管合并，宏观经济对绝对价格水平有很大影响。但是考虑合并相关阿尔法在未来几周将如何发展是合理的。在我们看来，你看得越久，这条路就越难预测，但到了某个时候，当你走得足够远的时候，它又开始变得容易了。

短期趋势

虽然关于此次合并的史诗已经成形，但在市场相对随意的群体中，市场定位相当宽松。在6月以来的大部分反弹中，持续融资一直为负，表明在持续的空头市场上空头多于多头。

最近另一个值得关注的可自由选择的ETH开放Bitfinex多头仓库减少到了低点。

在我看来，这样低的定位可能是因为很多大参与者认为是“熊市反弹”，希望在我们持续上升的时候进行对冲。

从历史上看，许多投资者倾向于BTC至上，希望淡化并购史诗。他们的论点主要围绕两个中心点之一。

第三个是：“过去6年来，我说过合并还有6个月就要开始了。

“第二个问题是关于技术/执行风险。

在评估了时间和执行风险之后，我们对这两者都很熟悉。本周早些时候，在成功合并最终测试网络Goerli后，核心开发者将主网络合并的日期定为9月15 - 16日。剩下的就是协调。

虽然很多人担心风险，但升级经过了多年非常严格的测试，很多团队都在交叉检查。此外，以太坊的核心支柱之一是灵活性。所以，如此多不同的客户端——冗余就像一个安全的网络来防止单个边缘情况和错误。

要影响合同，必须同时发生多次(通常为两次或多次)不相关的事故。

的内在弹性，我们有理由相信，在这一领域最有成就的开发团队和多年的准备工作，尽管存在风险，但不太可能出现技术问题。

考虑投资者对谨慎仓位和“淡出”交易的持续渴望，预计未来四周将遵循与前四周类似的路径。

当人们过度分析极端不可能的边缘状况时，会有一段明显的恐惧时期。

但我预计这些时期的价格跌幅不会太大。

因为有很多开放不足的机构，累的时候想增加开放。另外，未来几周内销售ETH的人大部分都是战略销售，计划在合并发生之前或之后的某个时间购买。

这种移动意味着测量净流出。

另一方面，希望伴随着合并日的到来和主要媒体的报道围绕合并的炒作将会扩大。

我相信这篇论文对机构资本和散户资本来说非常有说服力，是可消化的。

随着合并的临近，我们预计流入将加速，创造更高的点和更高的点。

如果合并实际发生，会发生什么？通常，你会认为有“卖新闻”的反应风险吧。

许多投资者担心技术风险，打算合并购买。

他们相信在没有技术风险的情况下取得合并的结构效果。

合并后的时期也取决于我们接近合并时会发生多少FOMO。

合并后，预计会大量购买和跟进。因为合并可以有效地“消除风险”。

中期趋势

短期交易者预期抛售需要时间然后，这种抛售流将被结构性需求和规模更大、流动性更慢的机构账户消化。这个时期的价格走势很难预测，取决于宏观环境。

正如我刚才所说，宏观环境很难预测，但我会尽量提供一些想法。

加密货币的宏观环境由采用增长、稳定还是下降的核心指标驱动。虽然此度量在一定程度上受更广泛的宏观环境的影响，但最终采用度量是最重要的。

这个指标影响价格的理由是，招聘也推动了资金的长期流入或流出。

简而言之，当用户采用加密货币时，他们通常会在加密生态系统中投入新的资金。

这是推进宏观的理由。招聘率下降时，宏观环境不利，招聘率持平时，宏观环境呈中性招聘率提高后，宏观环境会适应。那么，今天的宏观经济形势如何？

在过去8-9个月的大部分时间里，我们一直处于使用率低下的环境中，这个生态系统经历了用户的网络流失。

从月21日到6月末，白天活跃用户呈减少趋势。

在过去的六周里，我们看到了新生的复苏，用户数量稳步增加。这是经济复苏的萌芽，表明宏观环境可能解冻。我们曾经处于下降的招聘阶段，但现在，我们至少进入了稳定的招聘阶段，而且可能是不断增加的招聘阶段。最近还出现了其他的“绿芽”。

经过几周的回购，Tether慢慢开始铸造新货币。在长期资金外流之后新的资金又开始进入这个领域了。

这种影响不仅影响以太坊的生态系统，最近AVAX的日活用户也在增加。

最近，NFT用户和交易很稳定。

一些互联网搜索已经开始产生积极的影响，其他的更稳定。

这些增长并不夸张，它们不同于21年牛市开始时看到的指数级增长。所以我把它们叫做“绿芽”。他们还年轻很脆弱它可能会枯萎死亡，但如果培养得当，它可以成长为实质性的进展。

更广泛的宏观环境被认为在决定这些“绿芽”是生是死方面起着重要的作用。对我们来说，通货膨胀是最重要的宏观经济变量。于是，我决定他认为，如果通胀放缓，允许美联储调整和放松货币政策，这些“绿芽”很可能会变得更强。但是，如果通货膨胀上升，美联储将不得不继续收紧政策，很可能窒息而死。已评估我们认为，缓解通货膨胀是最有可能的结果，应该会给这些“绿芽”提供开花结果的机会。

底部有利于持续的另一个优点是吸收了过去24个月推出的项目带来的大量投资。另外，由于大多数项目的投资下降了70-95%，所有未来投资的名义规模也大幅减少。也就是说，这两个动作有助于有意减少加密领域必须吸收的整体日常供应。

最后我认为影响这个等式的最后一个变量是合并。投资者低估了合并对全领域宏观环境的影响。比特币减半导致的供应减少，并非偶然符合人类情绪和货币政策的自然周期，在多大程度上促进了随后的价格走势这有几个不确定性。我们承认这些不确定性，并认为时机有运气因素。但是，供给的减少也被认为是有影响的，真相可能介于两者之间。另一种普遍批评是，供应变化不驱动价格，需求变化很重要。我们不同意这个想法。供给的减少与需求的增加没有变化。

假设矿工每天销售10k ETH。不是摆脱这个销售压力，而是只增加10k ETH/day的购买压力。这将产生与消除矿工出售压力完全相同的影响，但将是需求

的变化，而不是供应的变化。显然，这两个选择具有相同的影响，如果您相信

比特币的减半影响了加密货币的宏观环境应该相信以太坊的合并也会影响加密货币的宏观环境。以太坊的主导地位是比特币上次减半时明显低于比特币，但合并的影响几乎和以前比特币减半对加密货币市值总和的影响一样大(2008年)而且，绝对明显更大。

合并后的加密货币将减少约1600万美国的日常供应。
这不是一个微不足道的数字。认识到这一点，需要考虑累积效应。

每周70k ETH的TWAP (时间加权平均价格)被认为会影响市场。
除非合并在一年后停止，否则这是有效的影响。它会一直持续下去。
这可能对整个领域产生积极的影响因为积极流动的影响会流入市场的其他部分。
这将为我们的培育前面提到的“绿芽”，提高生存概率提供额外的宏观风向。

如上所述，宏观环境缓和时，从屈服底部反弹中恢复很可能转变为更可持续和有机的恢复，合并应该有助于这个过程。

长期趋势

从长远来看，未来在这个时间范围内，所以更容易预测结构性流动是最重要的，也容易预测。这就是合并影响最明显的地方。我们认为，只要以太网继续被采用，结构性需求将继续存在，还将存在进一步的资金流入。今后好几年(希望是几十年)。，这应该会带来持续和可持续的上升，特别是与其他令牌相比。

预计以太坊将在未来几年内超过比特币，成为最大的加密货币。
因为我相信流动是加密货币中最重要的变量。以太坊合并后将永远一帆风顺。
比特币将永远遭遇逆风。要知道情况会怎么样，可以查看BNB/BTC的图表。

BNB/BTC在这个熊市中稳步成长，虽然史诗气势很小，但创下了历史新高。
我们认为这主要是因为BNB是唯一具有结构需求的L1。合并后的以太坊在绝对基础和市场价格权重的基础上，比BNB有更大的结构性需求。

以太坊的合并毫无疑问即将到来。
这是加密货币历史上最大的结构性变化，但目前以太坊合并的价值被低估了。