

# REAL WORLD ASSETS

CUỘC CHIẾN GIÀNH NGUỒN LỢI SUẤT  
TRUYỀN THỐNG



# Mục lục

|                                                    |    |
|----------------------------------------------------|----|
| Ý chính                                            | 02 |
| RWA Treasury là gì?                                | 03 |
| Sự phát triển của nhóm dự án RWA                   | 05 |
| Bối cảnh của nhóm RWA Tokenized T-Bills            | 06 |
| • Thị phần của nhóm RWA Tokenized T-Bills          | 06 |
| • Tài sản đảm bảo                                  | 06 |
| • So sánh Yield từ các dự án RWA Tokenized T-Bills | 07 |
| • Khách hàng mục tiêu                              | 08 |
| • Sự tương tác đối với các giao thức DeFi          | 09 |
| Ba hệ sinh thái DeFi RWA nổi bật                   | 10 |
| • MakerDAO                                         | 10 |
| • Frax Finance                                     | 15 |
| • stUSDT                                           | 16 |
| Rủi ro của nhóm dự án RWA                          | 19 |
| Lời kết                                            | 20 |
| Nguồn tham khảo                                    | 21 |
| Về Coin98 Insights                                 | 22 |



## 1 Ý chính

- Mảnh ghép Real World Asset (RWA) đang có tốc độ tăng trưởng mạnh, vượt mặt thị trường DeFi về vốn hoá lẫn tổng giá trị bị khoá (TVL).
- Nhóm dự án RWA Treasury (hay RWA Tokenized T-Bills) là động lực tăng trưởng chính của RWA, chiếm 29.2% (hơn 665 triệu USD) trên vốn hoá mảng RWA.
- Nguồn yield cao và rủi ro thấp từ thị trường truyền thống, cụ thể là T-Bills (tín phiếu) là nguyên nhân thúc đẩy nhóm dự án RWA Tokenized T-Bills phát triển.
- Hai hướng tiếp cận chính của nhóm RWA Tokenized T-Bills: đầu tư chủ động và đầu tư thụ động.
- Hiện tại, khả năng tiếp cận đối với nhóm dự án RWA Tokenized T-Bills vẫn còn hạn chế đối với người dùng crypto do quá trình xác minh và chi phí đầu tư lớn.
- Nhóm dự án DeFi đang cạnh tranh để đưa ra mức yield từ T-Bills tốt nhất cho người dùng, điển hình như MakerDAO, Frax Finance và stUSDT.
- Doanh thu của MakerDAO đã tăng trưởng gấp 10 lần với nguồn thu chính đến từ RWA.
- Frax Finance và stUSDT nhanh chóng tham gia cuộc chiến RWA nhằm thu hút thêm người dùng cho nền tảng. Trong đó, thông tin về nguồn yield của stUSDT chưa thể hiện được tính minh bạch.
- RWA đang phát triển từng bước nhỏ do phải giải quyết nhiều rủi ro xung quanh mô hình hoạt động.

## 2 RWA Treasury là gì?

**RWA Treasury** đề cập tới nhóm dự án cho phép người dùng tiếp cận với các sản phẩm tài chính truyền thống có liên quan tới US Treasury.

Trái phiếu kho bạc Hoa Kỳ (US Treasury) là công cụ tài chính do Chính phủ Hoa Kỳ phát hành nhằm mục đích vay tiền từ công chúng hoặc từ các nhà đầu tư, với cam kết trả lợi suất (yield) và vốn gốc vào một thời điểm xác định trong tương lai.

US Treasury được xem là khoản đầu tư với lợi suất phi rủi ro (risk-free rate) vì được phát hành và trả lãi bởi Chính phủ Hoa Kỳ. Trái phiếu kho bạc Hoa Kỳ có 3 loại chính, phân loại dựa vào rủi ro và kỳ hạn.

Hình 1: Phân loại các trái phiếu Chính phủ

| US Treasury | Tín Phiếu (Treasury Bills) | Thương Phiếu (Treasury Note) | Trái Phiếu (Treasury Bonds) |
|-------------|----------------------------|------------------------------|-----------------------------|
| Kỳ Hạn      | Dưới 1 năm                 | 2 - 10 năm                   | 10 - 30 năm                 |
| Lợi Suất    | Thấp nhất                  | Cân bằng                     | Cao nhất                    |
| Rủi Ro      | Thấp nhất                  | Cân bằng                     | Cao nhất                    |

Hiện tại, nhóm dự án RWA Treasury chủ yếu tập trung vào token hoá T-Bills do thời gian đáo hạn thấp (< 1 năm) nhằm hạn chế những rủi ro đáo hạn trong dài hạn.

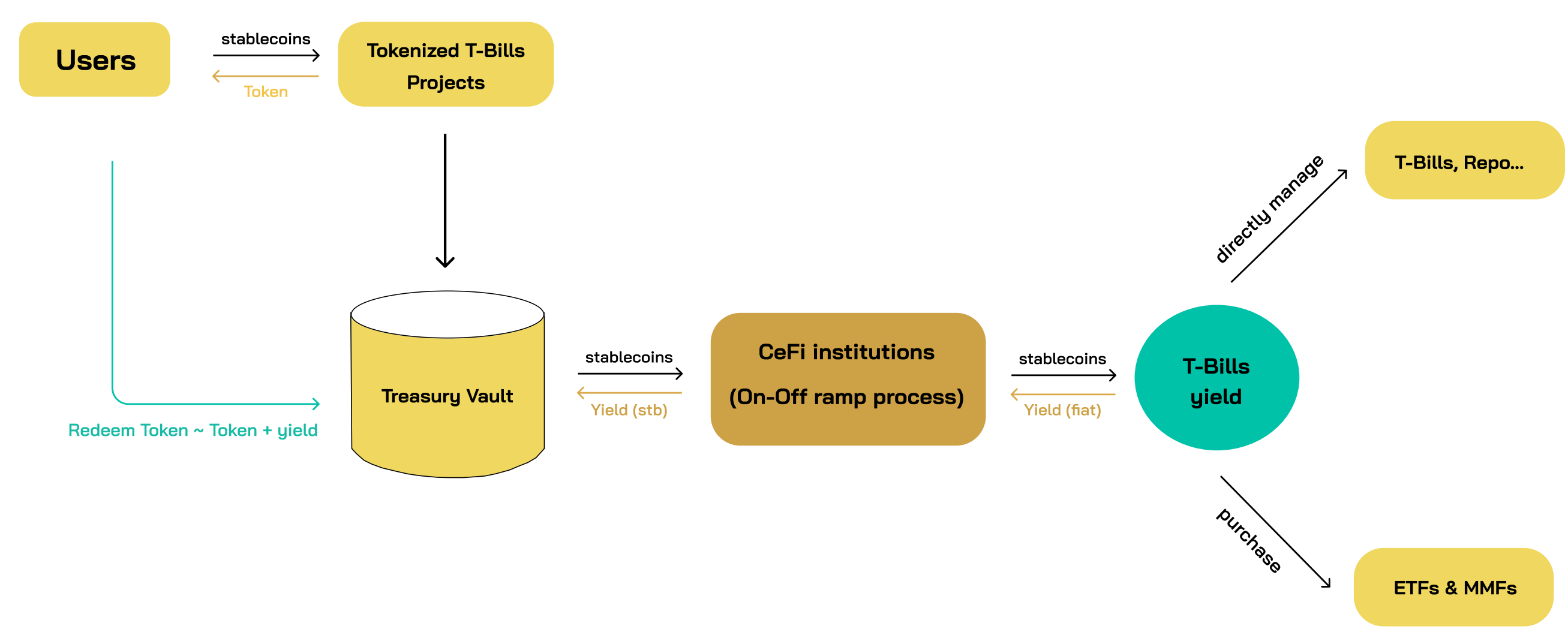
Hiện tại, có hai cách tiếp cận chính nhằm đem lại nguồn yield cho người dùng:

- **Trực tiếp** quản lý các T-Bills hoặc các hợp đồng mua lại (Repo), rồi phân phối lại lợi nhuận cho các nhà đầu tư.  
**Ví dụ:** Open Eden, Matrixdock, Maple Finance và Franklin Templeton
- **Gián tiếp** mua lại Index\* từ các quỹ tiền tệ (Money Market Funds - MMFs) hoặc các quỹ ETFs có liên quan tới T-Bills rồi phân phối lợi nhuận lại chọn nhà đầu tư.  
**Ví dụ:** Backed Finance, Ondo Finance và Swarm

**Index\*:** là chỉ số thống kê, dùng để đo lường hiệu suất của một nhóm tài sản trong thị trường tài chính. Người dùng có thể giao dịch các Index nhằm sao chép hiệu suất của một chỉ số, giúp đa dạng hoá đầu tư và giảm chi phí so với quỹ quản lý chuyên nghiệp.  
Trong bài viết, các chỉ số này sẽ sao chép hiệu suất tương đương các loại trái phiếu ngắn hạn.



Hình 2: Mô hình hoạt động của nhóm dự án Tokenized T-Bills



Mỗi cách tiếp cận sẽ có **ưu** và **nhược điểm** riêng:

- Đối với các dự án đầu tư trực tiếp, năng lực của người quản lý sẽ quyết định hiệu suất của quỹ.
- Đối với các nhóm dự án đầu tư bị động, hiệu suất và rủi ro sẽ luôn được đảm bảo do kinh nghiệm vận hành lâu năm của các bên phát hành trái phiếu. Tuy nhiên, chi phí sẽ cao hơn do các dự án này phải chi trả cho các bên phát hành ETF (Vd: *BlackRock*).

Bên cạnh đó, thanh khoản của thị trường sơ cấp khi đầu tư trực tiếp sẽ cao hơn (~100 tỷ USD/ngày) so với chỉ 500 triệu USD/ngày của thị trường ETF. Tuy nhiên, hiện tại khối lượng giao dịch của các dự án RWA Tokenized T-Bills vẫn còn thấp nên rủi ro thanh khoản dường như không có.

Về bản chất, các dự án này sẽ không đem dòng tiền từ thị trường truyền thống vào thị trường crypto mà sẽ thu hút nguồn thanh khoản từ thị trường crypto ra ngoài thị trường truyền thống.

### 3 Sự phát triển của nhóm dự án RWA

Xét từ đầu năm tới nay, nhóm RWA đang cho thấy sự tăng trưởng vượt trội so với thị trường DeFi. Cụ thể, TVL của nhóm này đã tăng gần 17 lần, trong khi thị trường DeFi sụt giảm 3.5%. Bên cạnh đó, vốn hoá cũng cho thấy sự tăng trưởng nhanh gấp đôi so với thị trường DeFi.

Hình 3: So sánh TVL và market cap của nhóm dự án RWA với DeFi

|           | Jan 2023   | Oct 2023   | Change in Value | Growth Rate |
|-----------|------------|------------|-----------------|-------------|
| RWA TVL   | \$123 M    | \$2,201 M  | \$2,078 M       | 1685.91%    |
| DeFi TVL  | \$38,027 M | \$36,709 M | (\$1,318 M)     | -3.47%      |
| RWA MCap  | \$1,310 M  | \$2,281 M  | \$971 M         | 74.12%      |
| DeFi MCap | \$34,053 M | \$44,960 M | \$10,907 M      | 32.03%      |

Tổng hợp bởi Coin98 Insights

Cập nhật tháng 10/23

Trong đó, RWA Treasury là nhóm có tốc độ tăng trưởng ấn tượng nhất với 484.13%:

- Vốn hoá tăng từ 114 triệu USD (01/2023) lên 665 triệu USD (10/2023)
- Thị phần tăng từ 8% (01/2023) lên 29.18% (10/2023)

Hiện tại, vốn hoá của nhóm RWA Treasury đã vượt qua nhóm RWA Private Credits, xếp thứ 2 sau nhóm RWA Metal (Hình 4). Các nhóm dự án khác như RWA Real Estate, RWA Equity cũng cho thấy tốc độ tăng trưởng nhưng không đáng kể về mặt vốn hoá. Hiện tại, nhóm RWA Treasury đang là nguồn động lực chính cho sự phát triển của nhóm dự án RWA.

Hình 4: Sự tăng trưởng về vốn hoá của các nhóm dự án RWA Treasury

| RWA sectors         | MCap (01/2023)  | Marketshare (01/2023) | MCap (10/2023)  | Marketshare (10/2023) | Growth Rate |
|---------------------|-----------------|-----------------------|-----------------|-----------------------|-------------|
| RWA Metal           | \$950,648,353   | 66.79%                | \$1,027,903,417 | 45.07%                | 8.13%       |
| RWA Treasury        | \$113,937,099   | 8.01%                 | \$665,546,458   | 29.18%                | 484.13%     |
| RWA Private Credits | \$244,111,331   | 17.15%                | \$373,369,196   | 16.37%                | 52.95%      |
| RWA Real Estate     | \$88,476,332    | 6.22%                 | \$174,325,042   | 7.64%                 | 97.03%      |
| RWA Carbon Credits  | \$20,552,534    | 1.44%                 | \$9,555,940     | 0.42%                 | -53.50%     |
| RWA Equity          | \$5,587,086     | 0.39%                 | \$30,063,763    | 1.32%                 | 438.09%     |
| RWA stack           | \$1,423,312,735 | 100.00%               | \$2,280,763,815 | 100.00%               | 60.24%      |

Tổng hợp bởi Coin98 Insights

Cập nhật tháng 10/23



## 4 Bối cảnh của nhóm RWA Tokenized T-Bills

### 4.1 Thị phần của nhóm dự án RWA Tokenized T-Bills

Hiện tại, tổng vốn hoá của nhóm RWA Tokenized T-Bills đang ở mức 665 triệu USD. Trong đó, Franklin Templeton (BENJI) đang dẫn đầu với 306.6 triệu USD (46.07%), theo sau lần lượt là Ondo (OUSG) với 179.4 triệu USD (27%) và Matrixdock (SBTB) với 80.9 triệu USD (12.16%).

Hầu hết, các dự án đều lựa chọn phát hành token ở ba mạng lưới chính: Ethereum (50.44%), Stellar (46.05%) và Polygon (3.51%).

Hình 5: Tổng quan các dự án RWA Tokenized T Bills.

| Protocol           | Ticker           | Mcap (Million) | Marketshare (%) | Network  |
|--------------------|------------------|----------------|-----------------|----------|
| Franklin Templeton | BENJI            | \$306.60       | 46.07           | Stellar  |
| Ondo               | OUSG             | \$179.40       | 26.96           | Ethereum |
| Matrixdock         | SBTB             | \$80.90        | 12.16           | Ethereum |
| Backed Finance     | blB01 & blBTA    | \$47.40        | 7.12            | Ethereum |
| Maple Finance      | MPLcashUSDC      | \$28.60        | 4.30            | Ethereum |
| Open Eden          | TBILL            | \$11.50        | 1.73            | Ethereum |
| Wisdomtree Prime   | WTSYX            | \$10.70        | 1.61            | Stellar  |
| Arca Labs          | RCOIN            | \$0.40         | 0.06            | Ethereum |
| Swarm              | IDS01 & TBONDS13 | \$0.02         | 0.002           | Polygon  |

Nguồn: [rwa.xyz](https://rwa.xyz)

Cập nhật tháng 10/23

### 4.2 Tài sản đảm bảo

Việc tăng lãi suất cơ bản trong quá trình thắt chặt định lượng (Quantitative Tapering - QT) của Fed đã trực tiếp kéo theo nguồn yield từ các sản phẩm tài chính khác tăng lên theo, điển hình như tín phiếu (T-Bills), hợp đồng mua lại (Repo) và các quỹ tiền tệ (Money Market Funds - MMFs).

Hình 6: Tài sản đảm bảo và thời gian đáo hạn của nhóm dự án Tokenized T-Bills

| Protocol                   | Underlying Assets                     | Weighted Averaged Maturity |
|----------------------------|---------------------------------------|----------------------------|
| Franklin Templeton         | Government securities, Cash, and Repo | 0.05                       |
| Ondo Finance               | SHV ETF                               | 0.28                       |
| Matrixdock                 | Repo                                  | n/a                        |
| Backed Finance             | IB01 ETF                              | 0.28                       |
| Maple Finance              | Reverse Repo & T-Bills                | 0.03                       |
| Open Eden                  | T-Bills & stablecoin                  | 0.22                       |
| Arca Labs                  | T Bills & MMFs                        | 0.25                       |
| Swarm                      | IB01 ETF & IBTA ETF                   | 0.33                       |
| Weighted Average Maturity: |                                       | 0.175 (~2.1 months)        |

Nguồn: [rwa.xyz](https://rwa.xyz)

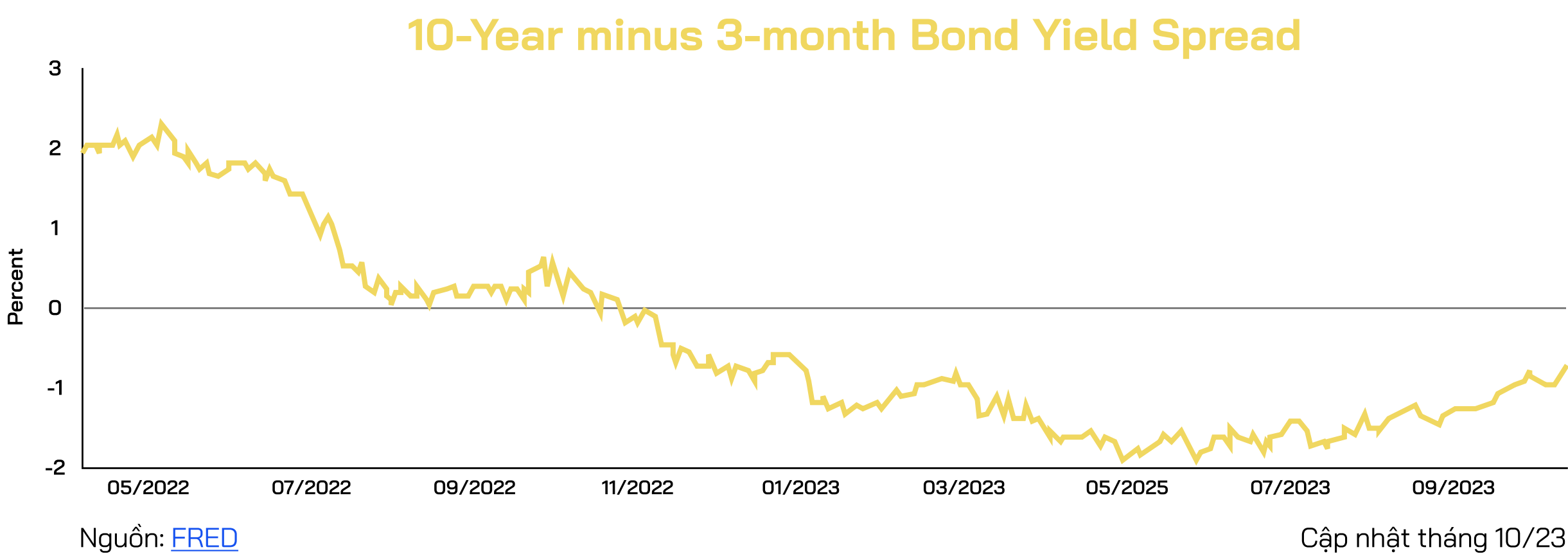
Cập nhật tháng 10/23

**\*Note:** nhóm dự án sử dụng chiến lược đầu tư thụ động (màu vàng), nhóm đầu tư chủ động (màu trắng)

Các dự án Tokenized T-Bills đang tập trung vào hai chiến lược chính, đầu tư chủ động (T-Bills, Repo và Reverse Repo) và bị động (ETF và MMFs), chủ yếu vào các tài sản có kỳ hạn ngắn (~ 2.1 tháng - 63 ngày) do hai lý do chính:

- Yield ở các sản phẩm có kỳ hạn ngắn đang cao hơn các sản phẩm có kỳ hạn dài như trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm. Điều này được thể hiện rõ qua đường cong lợi suất đảo nghịch hiện nay.

Hình 7: Chênh lệch lợi suất của trái phiếu Chính phủ Hoa Kỳ kỳ hạn 3 tháng và 10 năm



- Quản lý các tài sản có kỳ hạn ngắn sẽ dễ dàng hơn so với các tài sản dài hạn. Tránh trường hợp như ngân hàng SVB bị rút tiền hàng loạt (bank run) do những rủi ro chênh lệch kỳ hạn lãi suất (interest rate duration gap) giữa các loại trái phiếu khác nhau .

### 4.3 So sánh Yield từ các dự án Tokenized T-Bills

Hiện tại, các dự án đang đưa ra những mức yield gần tương tự như T-Bills yield nhưng thấp hơn do hai khoản phí chính, bao gồm:

- Phí quản lý (annual fee)
- Phí redeem/mint token.

Hình 8: So sánh Yield và phí từ các dự án Tokenized T-Bills

| Protocol           | Yield | Annual fees | Minting/<br>Redemption fees | Annual Net Yield |
|--------------------|-------|-------------|-----------------------------|------------------|
| Franklin Templeton | 5.19% | 0.20%       | 0                           | 5%               |
| Ondo               | 5.37% | 0.3%-0.45%  | 0                           | 4.9%-5%          |
| Matrixdock         | 5.13% | 0.3-0.4%    | 0%/0.1%                     | 4.6-4.7%         |
| Backed Finance     | 5.36% | 0.20%       | 0.2%/0.5%                   | 4.7-5%           |
| Maple              | 5.35% | 0.50%       | 0                           | 4.85%            |
| Open Eden          | 5.33% | 0.20%       | 0.05%                       | 5.10%            |

Tổng hợp bởi Coin98 Insights

Cập nhật tháng 10/23

Franklin Templeton và Open Eden hiện tại đang có mức tốt nhất cho do chi phí quản lý thấp (0.2-0.25%).



#### 4.4 Khách hàng mục tiêu

Hiện tại, có hai phân khúc khách hàng chính của nhóm dự án RWA Tokenized T-Bills, bao gồm:

- nhà đầu tư Hoa Kỳ.
- nhà đầu tư nước ngoài (non-US).

Hình 9: So sánh Yield và phí từ các dự án Tokenized T-Bills

| Protocol                    | Target Investor  | KYC/ AML Requirement | Qualified Investor Requirement | Minimum Investment |
|-----------------------------|------------------|----------------------|--------------------------------|--------------------|
| Matrixdock (SBTB)           | non US investors | Yes                  | Yes                            | n/a                |
| Backed Finance (blB01)      | non US investors | Yes                  | Yes                            | \$5,000            |
| Maple Finance (MPLcashUSDC) | non US investors | Yes                  | Yes                            | \$100,000          |
| Ondo (OUSG)                 | US investors     | Yes                  | Yes                            | \$100,000          |
| Open Eden (TBILL)           | US investors     | Yes                  | Yes                            | \$100,000          |

Tổng hợp bởi Coin98 Insights

Cập nhật tháng 10/23

Do hoạt động ở Hoa Kỳ, các dự án Franklin Templeton, Arca Labs phải tuân theo đạo luật 40 (40 Act Fund), hay Ondo Finance phải tuân theo đạo luật chứng khoán 1933 (Securities Act of 1933). Theo đó, các đạo luật này sẽ chỉ giới hạn phép cho các nhà đầu tư đến từ Hoa Kỳ tiếp cận đối với các sản phẩm tokenized T-Bills.

Các giao thức còn lại sẽ hoạt động như các quỹ đầu tư nước ngoài, cho phép người dùng tiếp cận đối với các sản phẩm T-Bills từ Hoa Kỳ.

Nhìn chung, khả năng tiếp cận đối với các sản phẩm T-Bills của người dùng crypto rất hạn chế do phải xác minh KYC (Know Your Customer - Xác minh danh tính), tuân thủ quy định AML (Anti Money Laundering - Chống rửa tiền) và phải là nhà đầu tư chuyên nghiệp với chi phí đầu tư cao (tối thiểu 5k USD - 100k USD).

Hiện tại, các nhóm khách hàng tiềm năng của các dự án Tokenized T-Bills bao gồm:

- **DAO Treasury** không thể tự ý chuyển nguồn tài sản crypto dự trữ ra ngoài blockchain mà phải thông qua DAO community. Việc token hoá T-Bills hay đưa các nguồn yield từ T-Bills vào mạng lưới blockchain sẽ giúp họ minh bạch hóa việc phân bổ nguồn vốn vào loại tài sản này. Ví dụ: MakerDAO và AAVE.
- **Các quỹ phòng hộ crypto (Hedge Fund)** có nghĩa vụ phải giao dịch mọi thứ onchain.
- **Những cá nhân có giá trị tài sản ròng cao (High Net Worth Individuals - HNWIs)** nắm giữ một lượng lớn stablecoin. Họ có thể không muốn phải thông qua quá trình KYC tốn kém về thời gian và chi phí khi chuyển từ off-on chain.

#### 4.5 Sự tương tác đối với các giao thức DeFi

Bên cạnh nguồn yield trực tiếp từ T-Bills, các dự án còn cho phép người dùng nhận thêm nguồn yield khác thông qua việc kết hợp với các giao thức DeFi.

Hình 10: Sự tương tác đối với các giao thức DeFi

| Protocol                    | Defi Composability                                               |
|-----------------------------|------------------------------------------------------------------|
| Ondo Finance (OUSG)         | Flux Finance                                                     |
| Matrixdock (SBTB)           | TProtocol, SBTC/ 3CRV pool                                       |
| Backed Finance (blB01)      | Trade on Uniswap, Vault on Ribbon, and Collaral on Angle Finance |
| Maple Finance (MPLcashUSDC) | TBA                                                              |
| Open Eden (TBILL)           | TBA                                                              |

Tổng hợp bởi Coin98 Insights

Cập nhật tháng 10/23

- **Ondo (OUSG) với Flux Finance:**

Flux là một giao thức cho vay được fork lại từ Compound V2 cho phép các nhà đầu tư thế chấp tài sản như OUSG token hoặc stablecoin để vay ra stablecoin như DAI. Người dùng có thể cho vay OUSG, mint ra stablecoin, và tái cho vay liên tục với mức LTV 90% để hưởng mức yield cao hơn.

- **Backed (blB01) với Uniswap, Ribbon Finance và Angle Finance:**

Hiện tại token blB01 của Backed có thể giao dịch trên Uniswap, cung cấp LP trên Ribbon option vault và thế chấp để vay agEUR trên Angle Finance.

- **Matrixdock (STBT) với Curve Finance:**

Hiện tại token STBT có thể cung cấp LP trên pool của Curve (STBT/3CRV) với mức APY cơ bản 3.19% và Rewards APR từ 1.5-4.5%.



## 5 Ba hệ sinh thái DeFi RWA nổi bật trên thị trường

Đa phần các sản phẩm Tokenized T-Bills đều yêu cầu người dùng KYC/AML, điều này trái ngược với việc đề cao tính phi tập trung của thị trường crypto.

Trong bối cảnh đó, cách tiếp cận của những dự án DeFi lớn đang là những lựa chọn tốt nhất cho người dùng crypto khi không cần yêu cầu về vốn tối thiểu, KYC... vẫn có thể tiếp xúc nguồn yield truyền thống. Người dùng crypto có thể lựa chọn 2 phương án:

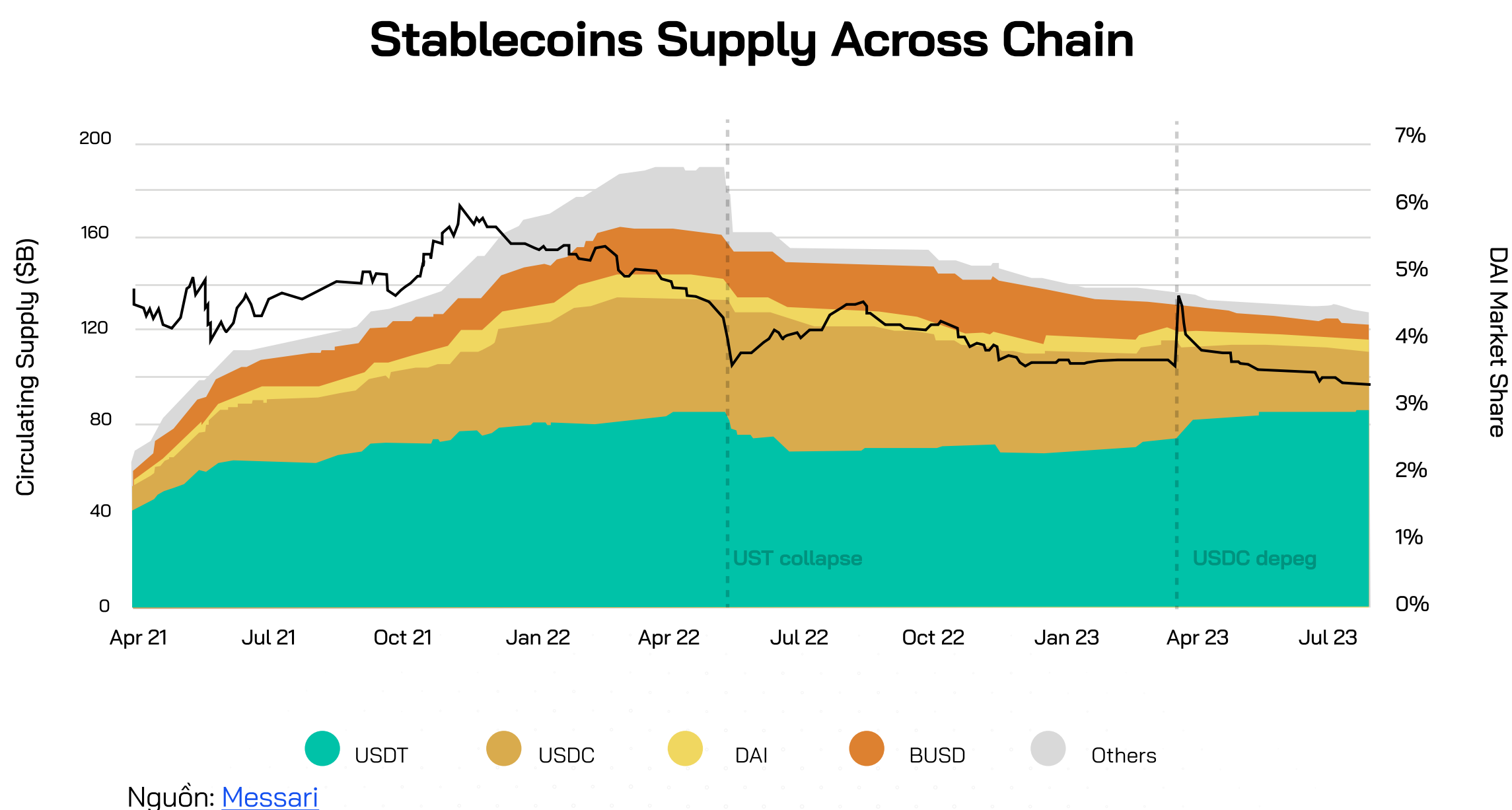
- **Gián tiếp:** MakerDAO (MakerDAO sử dụng quỹ mua T-Bills, sau đó phân bổ ngược lại cho người dùng qua DAI Saving Rate)
- **Trực tiếp:** Frax Finance, stUSDT (người dùng tự bỏ tiền vào các sản phẩm tiếp cận yield T-Bills).

Để có thể đem lại nguồn yield từ thị trường truyền thống cho người dùng crypto đòi hỏi dự án phải có tiềm lực lớn, có được niềm tin từ người dùng và phải đảm bảo những yêu cầu về sự minh bạch.

### 5.1 MakerDAO

Stablecoin DAI của MakerDAO là một trong những stablecoin phi tập trung thành công nhất tính tới thời điểm hiện tại. Tuy nhiên, trong bối cảnh USDC depeg nhẹ, UST sụp đổ, BUSD bị SEC cấm, DAI cũng chưa thể tranh thủ thời cơ để chiếm lấy thị phần. Tổng cung của DAI chỉ giao động từ 3 - 4% tổng cung stablecoin toàn thị trường (Hình 11).

Hình 11: Thị phần của các Stablecoin





Bản chất là một over-collateralized stablecoin có tính chất phi tập trung, DAI cũng gặp phải một vài khó khăn so với các dự án stablecoin đứng đầu hiện nay như:

- Cơ chế over-collateralized khiến người dùng cần nhiều hơn 1 USD để vay ra 1 DAI, điều này sẽ khiến người dùng không tối ưu vốn bằng cách đổi 1:1 như fiat-backed stablecoin (USDT, USDC, USDP...).
- Rủi ro thanh lý khi tài sản thế chấp giảm giá trị.
- Giới hạn tài sản thế chấp ở các loại crypto (trước khi có RWA).
- Về phía giao thức, dự án cũng không thể tự ý sử dụng các loại tài sản dùng để bảo chứng cho DAI mà phải thông qua bỏ phiếu DAO. Điều này xét trên phương diện tiêu cực sẽ khiến cho dòng vốn không được lưu động, giảm hiệu quả sử dụng vốn.

Để đem lại hiệu quả hoạt động tốt nhất cho MakerDAO cũng như tăng sức cạnh tranh của DAI so với stablecoin khác, dự án đã có sự thay đổi kịp thời và hợp lý bằng cách tiếp cận các loại RWA.

Trước khi tìm hiểu về sức ảnh hưởng của RWA lên MakerDAO, cần phải hiểu về 3 cơ chế cơ bản trong cách hoạt động của dự án:

- **Stability Rate - SR** (Lãi suất ổn định): là lãi suất hàng năm mà người dùng phải trả khi gửi tài sản thế chấp để tạo ra DAI. Khi giá thị trường của DAI cao hơn 1 USD, cơ chế ổn định tỷ giá sẽ hạ Stability Rate (giảm lãi suất cho vay), khuyến khích người dùng tạo Vault và mint DAI; ngược lại với trường hợp giá DAI thấp hơn 1 USD.
- **DAI Saving Rate (DSR):** là tính năng cho phép người dùng nắm giữ DAI có thể kiếm lợi nhuận một cách thụ động bằng cách khóa DAI trên DSR Contract. DSR được trả cho người dùng từ Stability Fee (lãi suất cho vay DAI), nếu doanh thu từ Stability Fee không đủ trả DSR, khoảng chênh lệch sẽ trở thành nợ xấu, giao thức sẽ mint thêm MKR để trả nợ hoặc sử dụng quỹ dự trữ khẩn cấp (Buffer).
- **Peg Stability Module (PSM):** Cơ chế tăng thanh khoản cho DAI. Người dùng có thể quy đổi trực tiếp từ một số stablecoin khác như USDC, USDP, GUSD sang DAI với tỷ lệ 1:1 và chịu phí 0.1%. Điều này thu hút một lượng lớn stablecoin được quy đổi sang DAI, số lượng stablecoin trong quỹ dự trữ của Maker tăng lên và chiếm tới hơn 60% vào thời điểm cuối năm 2022.

Với những đặc điểm và một vài hạn chế trên, MakerDAO vẫn có thể trở thành dự án kết hợp RWA với DeFi thành công nhất ở thời điểm hiện tại.

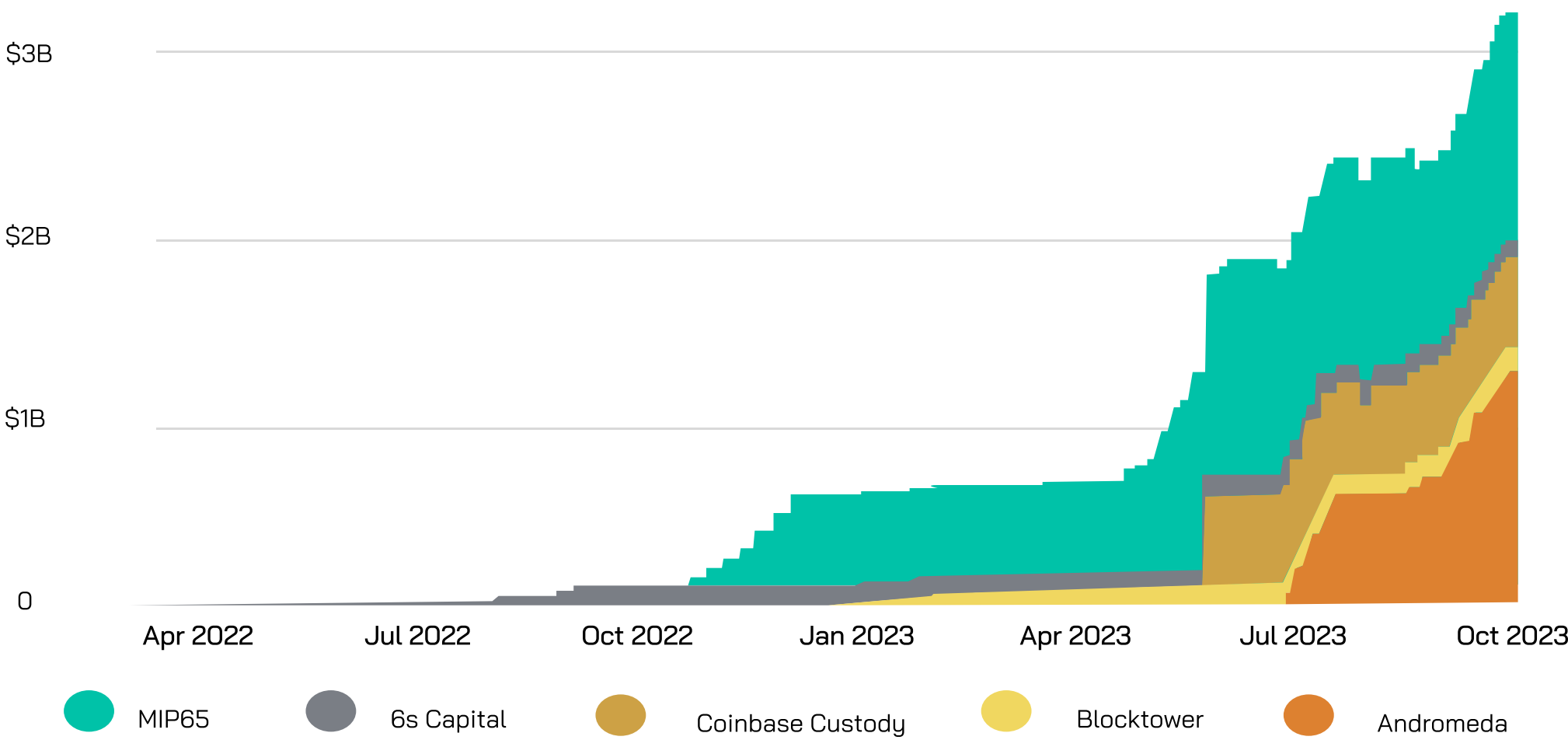
### Chấp nhận RWA làm tài sản thế chấp

Nhờ sự hỗ trợ của Centrifuge, một vài tổ chức được DAO thông qua có thể token hóa và sử dụng RWA làm tài sản thế chấp như một loại ERC-20 token, vay ra DAI. Các vault thuộc nhóm này bao gồm **H.V. Bank, Blocktower S1-4, 6s Capital** và **New Silver** (Hình 12).

Các loại tài sản được dùng để thế chấp thường là các khoản vay, BĐS, các loại trái phiếu, các khoản phải thu đảm bảo nhiều yếu tố về dòng tiền và tránh rủi ro vỡ nợ. MakerDAO là dự án đầu tiên mở ra mối liên kết giữa các tổ chức tài chính truyền thống như ngân hàng và một dự án DeFi.

Dù thực tế MakerDAO đã tiếp cận RWA từ tháng 11/2021, tuy nhiên phải đến đầu năm 2023 dự án này mới đẩy mạnh xu hướng token hóa tài sản thực. Một phần nguyên nhân là do trước đó chưa có đủ dự án cơ sở hạ tầng và nguồn yield truyền thống khi đó không quá hấp dẫn.

Hình 12. Mức độ tiếp cận các loại tài sản thực của MakerDAO



Source: [Dune Analytics](#)

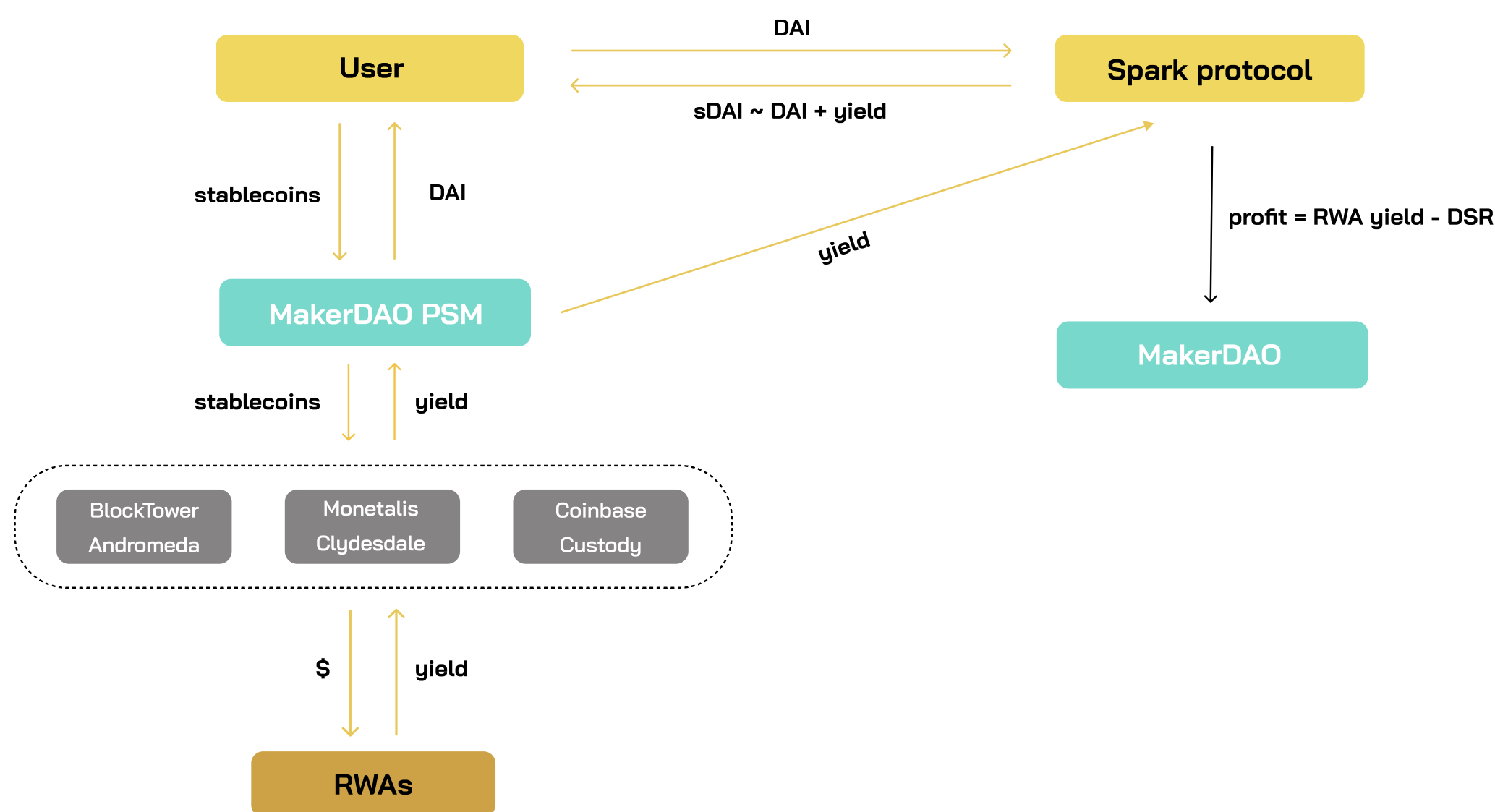
Cập nhật tháng 10/23



**MakerDAO sử dụng quỹ dự trữ (PSM) để tiếp cận nguồn yield truyền thống**

Sau khi áp dụng cơ chế PSM, quỹ dự trữ của MakerDAO nắm giữ quá nhiều stablecoin (chủ yếu là USDC) không có khả năng sinh lời. Do đó, dự án và cộng đồng đã quyết định tiếp cận với các loại tài sản RWA có chất lượng và thanh khoản cao thông qua các vault trung gian quản lý tài sản.

**Hình 13. Mô hình tiếp cận RWA thông PSM của MakerDAO**



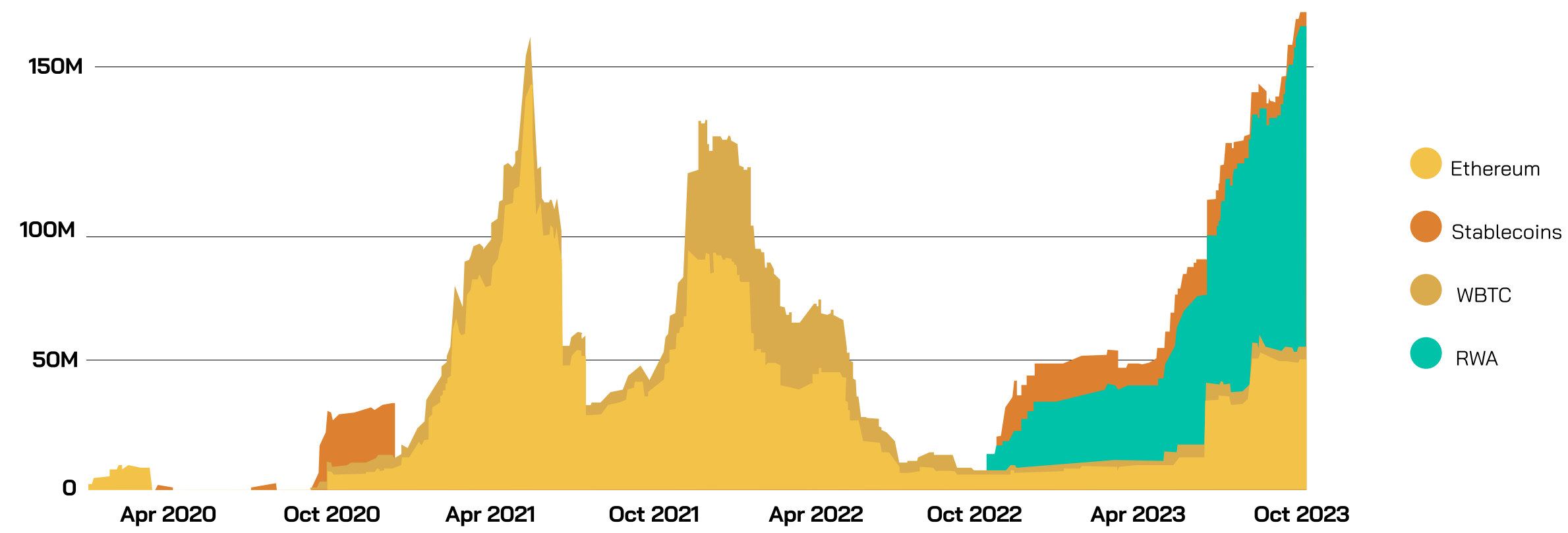
Hiện tại, các vault RWA đang đạt được mức lợi suất 4-5% chiếm 70% doanh thu của MakerDAO. Các vault nổi bật, bao gồm:

- **BlockTower Andromeda:** Đầu tư vào tín phiếu kho bạc Hoa Kỳ.
- **Monetalis Clydesdale:** Đầu tư vào rổ tài sản (Index) và ETF trái phiếu ngắn hạn.
- **Coinbase Custody:** Tham gia chương trình hợp tác với Coinbase, nắm giữ USDC trên Coinbase Prime nhận về yield cố định 5%. Coinbase lại có mối quan hệ hợp tác với Circle cho phép chia sẻ yield từ USDC (cũng đến từ US Treasury) với Coinbase. Điều này có nghĩa MakerDAO tiếp cận Treasury yield gián tiếp qua Coinbase.

Các vault RWA giúp MakerDAO tăng gấp 10 lần doanh thu so với giai đoạn 10/2022 (Hình 14), đóng góp hơn 70 triệu USD lợi nhuận hằng năm.



Hình 14. Doanh thu theo các loại tài sản thế chấp của MakerDAO.



Source: [Dune Analytics](#)

Cập nhật tháng 10/23

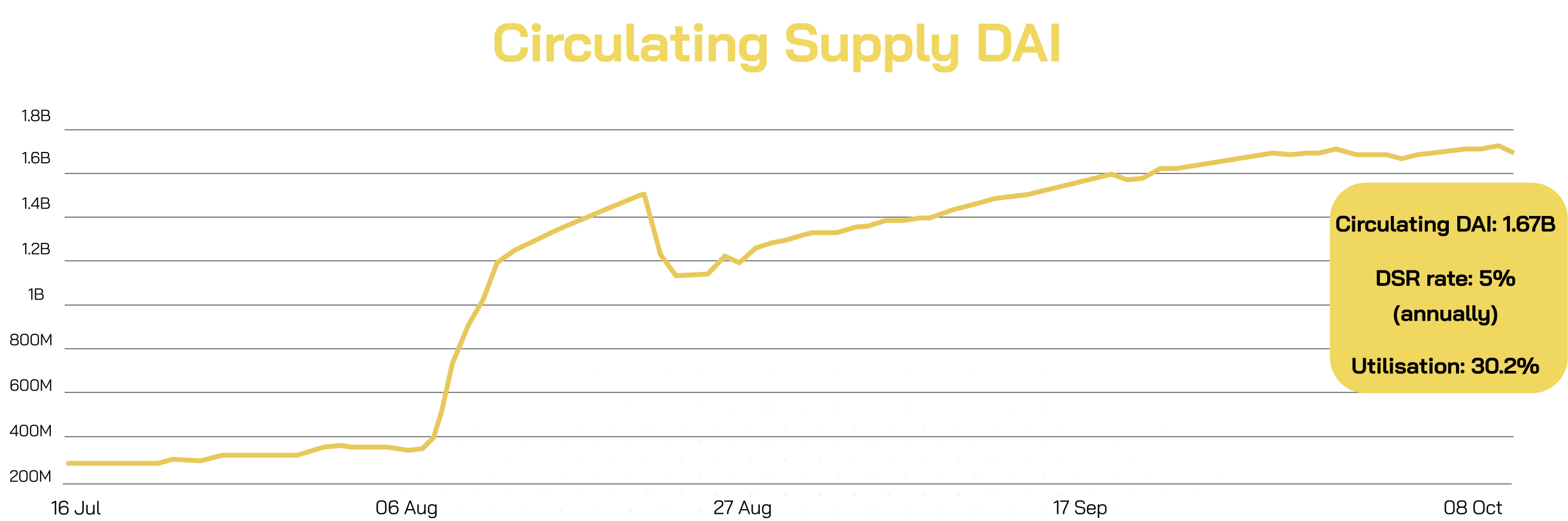
**MakerDAO phân bổ lợi nhuận ngược lại cho người dùng**

Tăng trưởng doanh thu vượt bậc, nhưng đó chỉ là từ phía dự án, chưa có cơ hội cho người dùng tiếp cận. Dù vậy, MakerDAO có sự khác biệt đến từ DSR giúp người dùng của Maker cũng có thể được hưởng lợi từ nguồn yield truyền thống này thông qua Spark Protocol - một giao thức cho vay đến từ MakerDAO.

Tháng 8 vừa qua, dự án đưa ra mức DSR 8% hấp dẫn dành cho người dùng nắm giữ DAI với điều kiện số lượng được stake ít hơn 20% tổng cung. Tuy nhiên, mức lãi suất hấp dẫn dẫn tới việc dự án bị lỗ tạm thời do mức , MakerDAO phải giảm xuống còn 5%.

Mức DSR mới đã làm tổng cung tăng 1 tỷ DAI trong 10 ngày, số lượng DAI được stake tăng từ 350 triệu DAI lên 1.6 tỷ DAI (30% tổng cung).

Hình 15. Số lượng DAI lưu hành



Nguồn: [Makerburn](#)

Cập nhật tháng 10/23

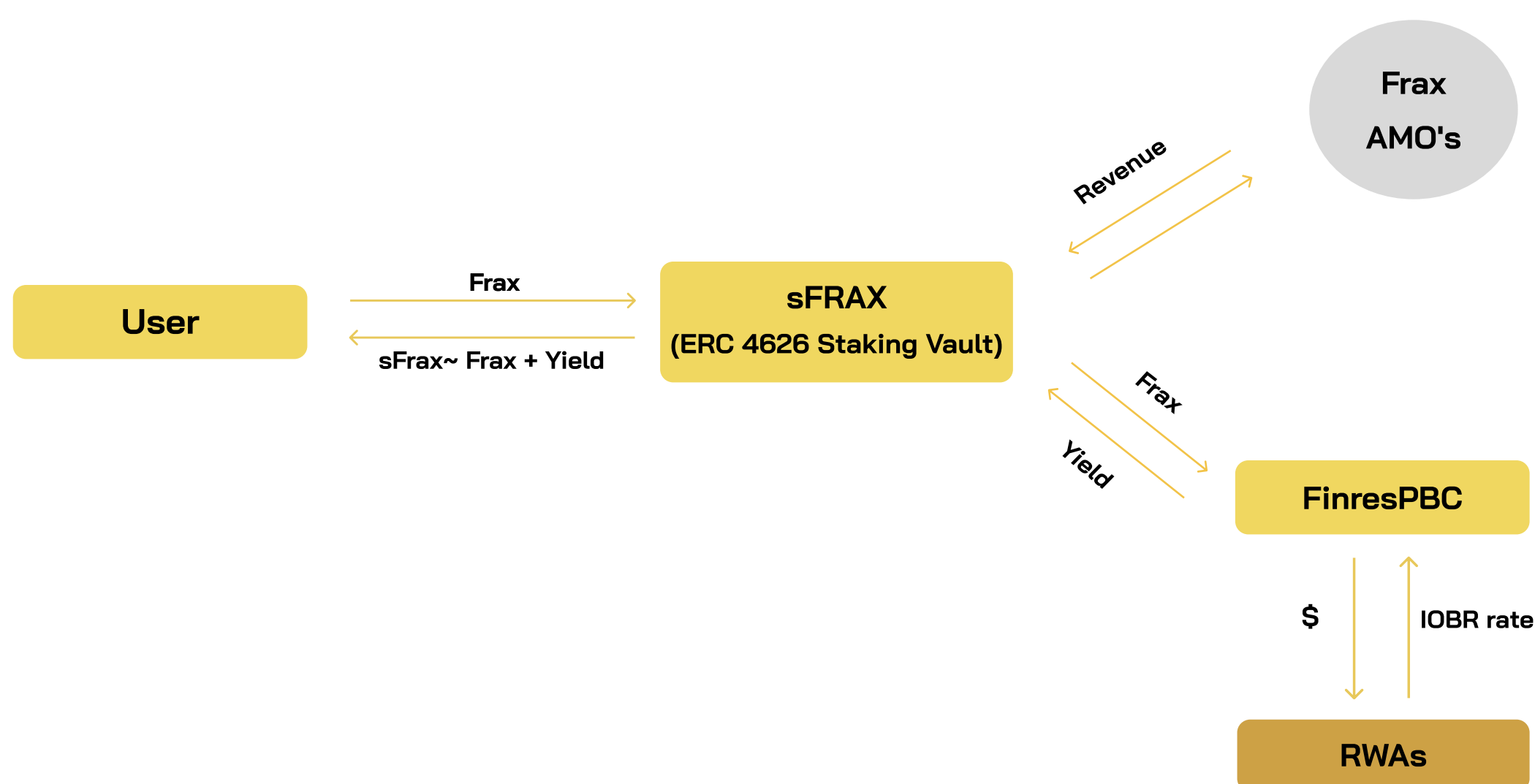
## 5.2 Frax Finance

Đứng trước áp lực từ đối thủ trực tiếp, Frax Finance cũng phải đưa ra chiến lược riêng để tối ưu nguồn yield. Frax đã hợp tác với FinresPBC để phát hành Frax Bonds (FXB) và sFRAX để Frax có thể cho phép người dùng tiếp cận US -Treasury yield trực tiếp onchain.

Frax sẽ thực hiện điều này qua hai sản phẩm mới:

- **sFRAX (Staked FRAX):** Là một staking vault ERC-4626 nhằm tới việc đưa ra lãi suất với các loại tài sản trong quỹ (IORB) tương đương với lãi suất của FED. APY của vault bắt đầu ở mức cao nhất là 10% và điều chỉnh dựa trên số lượng FRAX được stake, với mục tiêu giảm dần về gần tỷ lệ IORB. Lãi suất sẽ được trả hàng tuần, Frax sẽ mint stablecoin FRAX mới tương đương với khoản tiền kiếm được từ T-Bills và thêm vào vault sFRAX.
- **FXB (FRAX Bond):** Một loại token hoạt động như trái phiếu không trả lãi (zero-coupon bond), chuyển đổi thành stablecoin FRAX khi đáo hạn. Giả sử, người dùng mua 100 triệu USD giá trị FXB với mức giá 95 triệu FRAX, FinresPBC sẽ sử dụng số tiền này để mua T-Bills, tới thời điểm đáo hạn (1 năm sau) trả lãi cho người dùng 100 triệu FRAX, tương đương với mức APY ~5%.

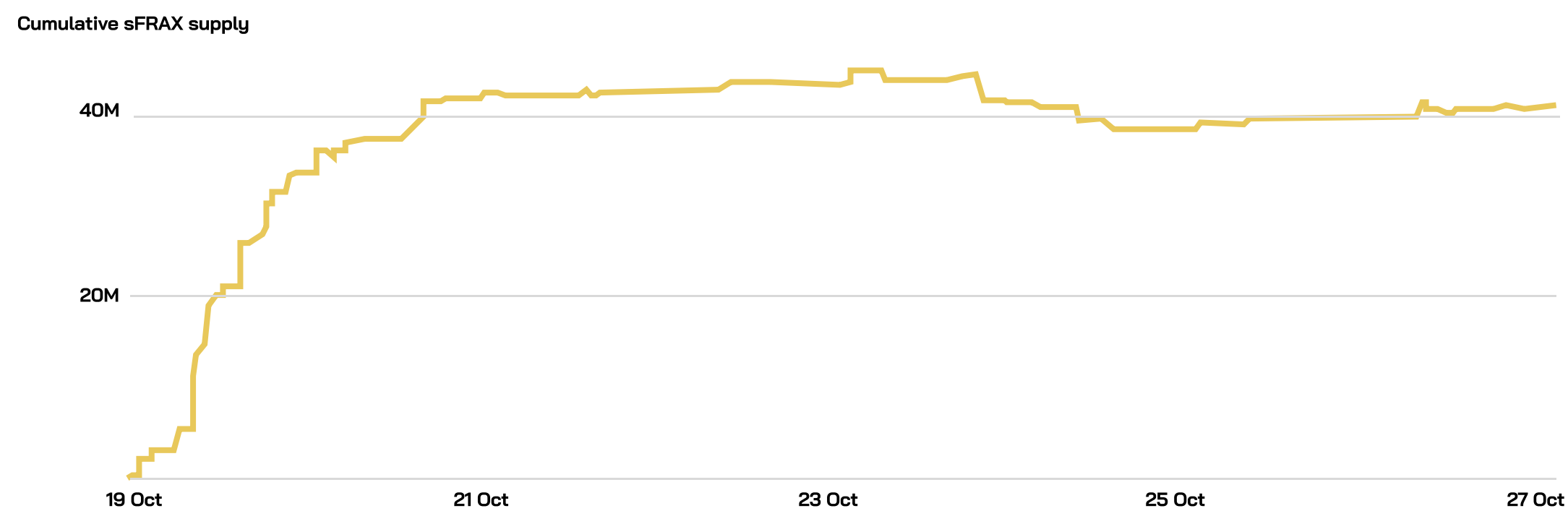
Hình 16: Mô hình hoạt động của sFRAX



Ra mắt sau MakerDAO, Frax cạnh tranh bằng cách đưa ra nhiều phương án tiếp cận yield từ US Treasury hơn, đồng thời cho phép người dùng trực tiếp tiếp cận yield thay vì phải thông qua DSR như Maker. Do mới ra mắt, APY từ sFRAX đang hấp dẫn hơn (~7.47%), dù vậy số lượng FRAX trong smart contract đang tăng dần, đạt ~5% tổng cung sau 1 ngày ra mắt. Với cách tiếp cận dễ dàng đối với người dùng crypto, sFRAX TVL, thể hiện qua nguồn cung, nhanh chóng vượt qua các dự án RWA Treasury khác như Maple Finance và Open Eden.



Hình 17: Nguồn cung lưu thông hiện tại của sFRAX



Nguồn: [Dune Analytics](#) Cập nhật ngày 27/10/23

MakerDAO ra mắt sDAI và EDSR giúp cho tổng cung DAI tăng mạnh 20% trong 10 ngày đầu, giả sử FRAX cũng có mức tăng trưởng tổng cung 20%, được stake vào sFRAX với mức lợi suất IOBR hiện tại (5.4%), Frax Finance sẽ có mức doanh thu khoảng 7.23 triệu USD (hàng năm).

Tuy nhiên, với chiến lược RWA hiện tại, lợi nhuận của sFRAX vẫn đang âm (-440,000 USD) do mức lợi suất hấp dẫn nhằm thu hút người dùng. Frax cần có những chiến lược riêng như liên kết với các giao thức Defi (Pendle & Curve) để bắt kịp MakerDAO.

Hình 18: Giả định lợi nhuận và lợi nhuận đến từ sFRAX

| Scenario                       | sFRAX Supply | Net Interest Margin<br>(IOBR rate - sFRAX yield) | Revenue               | PNL<br>(annual)       |
|--------------------------------|--------------|--------------------------------------------------|-----------------------|-----------------------|
| Current state                  | 40M          | 5.4% - 6.5% = -1.1%                              | 40M * 5.4% = \$2.16M  | 40M * -1.1% = -\$440k |
| Bull Case<br>(20% FRAX Supply) | 134M         | 5.4% - n/a                                       | 134M * 5.4% = \$7.23M | n/a                   |

Current FRAX supply: 670M

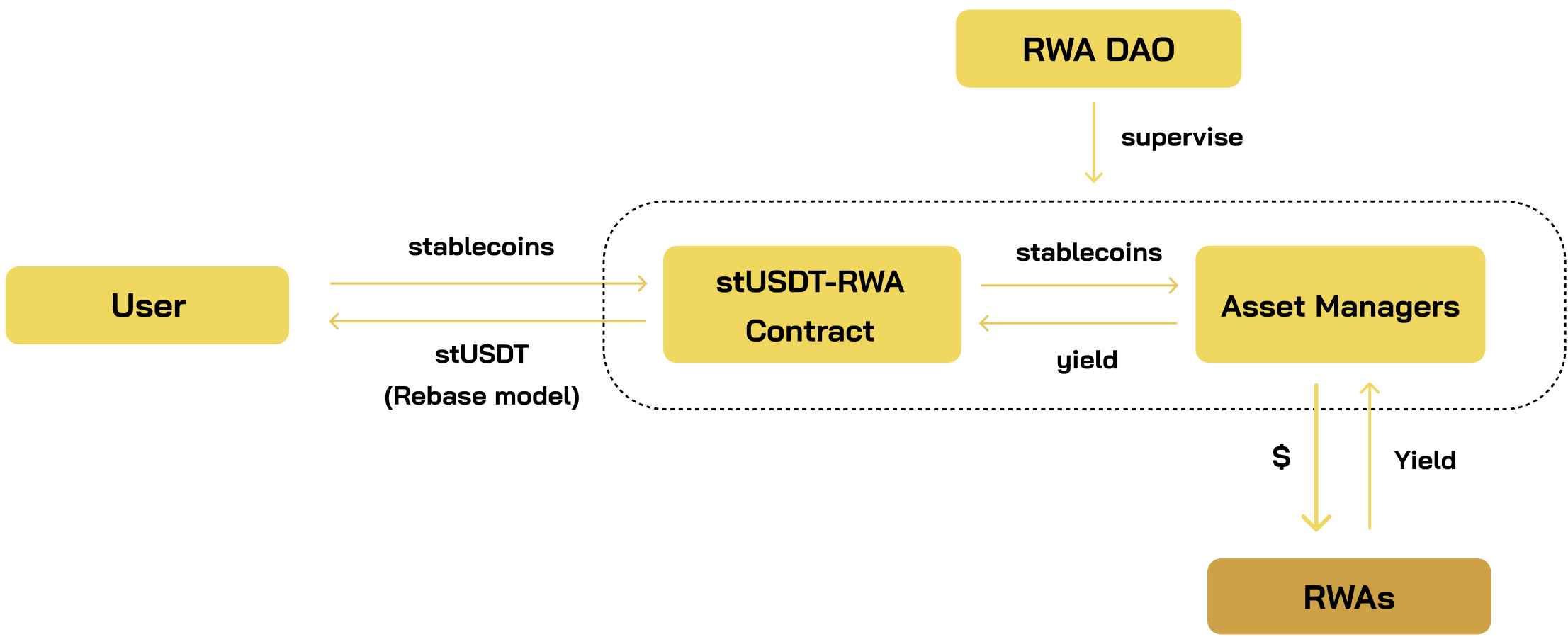
5.3 stUSDT

Không chỉ các dự án trên Ethereum, một dự án stablecoin khác trên Tron là stUSDT cũng tham gia vào cuộc đua tiếp cận với nguồn yield truyền thống. Theo dự án, Staked USDT (stUSDT) đại diện cho phần token được sử dụng để đầu tư vào các loại RWA như trái phiếu Chính phủ có thời hạn ngắn.

Người dùng có thể stake USDT và TUSD để nhận lợi suất khoảng 4.3 - 4.7%. stUSDT có cơ chế rebase và sẽ tự động gia tăng khi người redeem. Dự án hoạt động trên cả Tron và Ethereum nhưng chủ yếu TVL đến từ mạng Tron (1.76 tỷ USD).



Hình 19. Mô hình hoạt động của stUSDT



stUSDT có mối quan hệ chặt chẽ với JustLend, Justin Sun, HTX và được điều hành bởi một tổ chức không có thông tin rõ ràng là RWA DAO, cùng một vài thông tin không minh bạch khiến người dùng quan ngại:

- Không có thông tin về thành viên trong RWA DAO.
- Không có thông tin về những bên tham gia token hóa tài sản RWA và các bên giám sát đầu tư, quản lý quỹ khi mua trái phiếu Chính phủ.
- Không có thông tin cụ thể về các tài sản RWA bảo chứng cho nguồn lợi suất từ stUSDT.
- Có 100,437 người dùng nắm giữ stUSDT trên Tron. Tuy nhiên, có dưới 300 địa chỉ chứa stUSDT, wstUSDT hoặc jwstUSDT với giá trị lớn hơn 100 USD.
- Trên Ethereum chỉ có 6 người dùng nắm giữ hơn 100 stUSDT, riêng trong đó [Justin Sun](#) nắm giữ hơn 68% tổng cung.

Mặc dù là dự án có TVL cao nhất hiện tại (theo DefiLlama), những vấn đề xoay quanh tính minh bạch của dự án sẽ khó lòng thu hút dòng tiền thực sự so với các dự án stablecoin khác.

## 5.4 Cuộc chiến giữa các stablecoin

Các dự án stablecoin có xu hướng chạy đua sản phẩm, cạnh tranh để thu hút người dùng về nền tảng càng nhiều càng tốt. Chính vì vậy, các dự án phần lớn hoạt động độc lập, không có sự liên kết và hỗ trợ sản phẩm lẫn nhau.

Các vault RWA đã giúp MakerDAO nhận về doanh thu vượt trội, từ đó phân bổ lại cho người dùng qua DSR, ngay lập tức làm tăng nhu cầu sở hữu DAI và hút dòng tiền từ các dự án stablecoin không có khả năng trả mức yield tương đương như FRAX, LUSD, MIM, TUSD...

Từ tháng 7, FRAX đã mất  $\frac{1}{3}$  tổng cung trong 3 tháng, từ 930 triệu USD còn hơn 600 triệu USD ở thời điểm hiện tại. Dự án ngay lập tức phải đẩy mạnh triển khai, đưa ra Frax V3 với những sản phẩm tiếp cận được yield từ US Treasury. Hiện tại sFRAX mới ra mắt và có yield cao hơn một chút so với DSR.

Các stablecoin phi tập trung hiện tại không chỉ cạnh tranh về thanh khoản on-chain, mà còn cạnh tranh khốc liệt về Saving Rate. RWA đang trở thành xu thế trong bối cảnh lãi suất cao, những dự án stablecoin phi tập trung cần phải thích ứng nhanh để không bị MakerDAO bỏ lại.

Tuy nhiên, RWA cũng có thể trở thành **con dao hai lưỡi đối với các dự án stablecoin**. Nếu dự án stablecoin theo đuổi mức lãi suất cao và sử dụng những tài sản RWA kém thanh khoản, có tính biến động cao làm tài sản thế chấp cho stablecoin sẽ khiến dự án gặp rủi ro lớn. USDR là ví dụ mới nhất khi tài sản đảm bảo không đủ tính thanh khoản khiến cho stablecoin mất peg nhanh chóng.



## 6 Rủi ro của nhóm dự án RWA

Các dự án sử dụng RWA cần có độ phức tạp nhất định, những dự án thuộc mảng này nói chung vẫn có những rủi ro hiện hữu, đặc biệt là đối với những dự án không minh bạch thông tin khi token hóa tài sản thực:

- **Rủi ro về pháp lý:** Các dự án liên quan đến mua bán trái phiếu Chính phủ Hoa Kỳ cần phải tuân theo những điều luật cụ thể từ phía SEC đặt ra đối với từng nhóm khách hàng cụ thể. Một số dự án có thể sẽ phải hạn chế người dùng từ Hoa Kỳ.
- **Rủi ro về lưu ký tài sản:** Các dự án RWA cần có bên lưu ký và quản lý tài sản chuyên nghiệp để đảm bảo tài sản an toàn và được sử dụng đúng mục đích.
- **Rủi ro thị trường:** Mặc dù là thuộc nhóm tài sản an toàn bậc nhất nhưng thị trường trái phiếu Chính phủ trong quá khứ cũng đã nhiều lần biến động mạnh do yếu tố vĩ mô. Ví dụ như cuộc khủng hoảng TPCP UK 2022 (Gilt crisis) khiến cho yield của TPCP UK lên xuống 20% chỉ trong vòng vài tuần.
- **Rủi ro thanh khoản:** Với những dự án stablecoin, việc tiếp cận với các loại trái phiếu có thời gian đáo hạn dài hơn 6 tháng có thể khiến những dự án đó gặp rủi ro về mặt thanh khoản khi người dùng đột ngột có nhu cầu rút tiền cao.
- **Rủi ro về tính minh bạch:** Các tài sản thực sau khi được mang lên hoặc mang ra khỏi blockchain sẽ không thể theo dõi công khai bằng dữ liệu on chain. Do đó, người dùng nên chọn những dự án đảm bảo uy tín, minh bạch về quá trình lưu ký và sử dụng tài sản.



## 7 Lời kết

Không thể phủ nhận sự thành công của nhóm dự RWA Treasury và những dự án DeFi nắm bắt được cơ hội từ nguồn lợi suất phi rủi ro từ trái phiếu Chính phủ trong năm 2023. Tuy nhiên, với bối cảnh vĩ mô hiện tại, nguồn lợi suất sẽ có dấu hiệu đảo chiều trong vòng 1-2 năm tới khiến cục diện của mảng RWA có thể bị thay đổi.

Đối với nhóm dự án RWA Treasury, rào cản lớn nhất chính là khả năng tiếp cận đối với người dùng crypto do những hạn chế về pháp lý và khẩu vị rủi ro của nhóm đối tượng này. Những cải thiện ở khung pháp lý và sự liên kết với các dự án DeFi và sẽ là chìa khoá giúp thúc đẩy sự quan tâm đối với nhóm dự án này trong tương lai.

Đối với các dự án stablecoin, MakerDAO đã chứng minh RWA không chỉ là một câu chuyện ngắn hạn nhằm thu hút người dùng mà còn là một hướng tiếp cận mới giúp tăng lợi nhuận từ lượng tài sản đảm bảo lớn. Các dự án tới sau như Frax và stUSDT sẽ phải đưa ra những chiến lược hợp lý đồng thời minh bạch hơn vấn đề tài sản bảo chứng nhằm có thể bắt kịp MakerDAO trong cuộc chiến Saving Rate.

Hiện tại, các dự án RWA kể trên vẫn đang thu hút dòng tiền từ thị trường crypto sang thị trường truyền thống. Trong tương lai, những cải thiện về mặt pháp lý và công nghệ sẽ thúc đẩy nhóm dự án RWA phát triển nhằm giải quyết những bài toán lớn hơn trong thị trường truyền thống.

Mới đây, liên minh các mã hoá tài sản thế giới thực (TAC - [Tokenized Asset Coalition](#)) được thành lập với những cái tên đầu ngành bao gồm Circle, Aave, Centrifuge, Base, Goldfinch... nhằm mục đích thúc đẩy quá trình ứng dụng công nghệ blockchain trong việc mã hoá tài sản thế giới thực.

## Nguồn tham khảo

<https://docs.frax.finance/amo/overview>

<https://www.steakhouse.financial/>

<https://www.rwa.xyz/>

<https://messari.io/report/meet-your-maker>

<https://messari.io/report/maker-mistaker>

<https://dune.com/steakhouse/makerdao>

## Xem thêm



Đọc thêm [tại đây](#)



Phản hồi [tại đây](#)



# Về Coin98 Insights

Coin98 Insights là kênh truyền thông chính thức của Coin98 Super App - siêu ứng dụng lưu trữ tiền mã hóa. Thành lập từ 2017 với mục tiêu chia sẻ kiến thức đầu tư Crypto tới độc giả Việt Nam. Báo cáo của Coin98 Insights hướng đến các phân tích khách quan, độc lập. Chúng tôi tập trung vào những hệ sinh thái mới trong thị trường DeFi cũng như những số liệu hữu ích về Crypto ở Việt Nam.

---

## Đội Ngũ Thực Hiện

Chịu trách nhiệm sản xuất: Nam Le

Tác giả: Nam Le, Hieu Duong

Biên tập: Nam Le, Trang Tran

Thiết kế: Vinh Le

## KHUYẾN CÁO:

Báo cáo này được phát hành bởi Coin98 Insights nhằm mục đích cung cấp thông tin cho độc giả và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ đồng coin hay chiến lược giao dịch nào. Thông tin trình bày trong bản báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Coin98 Insights không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành.