OLIVER WYMAN
A MARSH BUSINESS

马来西亚伊斯兰金融优势的拓展

通过整合、流动性创新和数字资产，驱动价值创造的下一阶段

马来西亚已建成全球最可信的伊斯兰金融生态系统之一，且其伊斯兰资产负债表如今正超越传统资产负债表。这种分化正是战略机遇所在。

下一章应将增长优势转化为结构优势。凭借更深厚的一级 sukuk 供应与真实的二级流动性相匹配，马来西亚交易所已定位为全球二级交易和代币化 sukuk 交易场所，并拥有一个具备领导力的机构结构——该结构通过纯粹的伊斯兰业务整合以及传统整合所释放的伊斯兰红利来实现。

与其为了整合而整合，目标应是释放国家价值，同时保持竞争、创新、客户选择和金融体系韧性。

高管视角

马来西亚已实现许多市场仍在努力构建的目标：一个信誉良好、受到监管且体系复杂的伊斯兰金融生态，该生态拥有强大的银行渗透率、深厚的债券发行能力、成熟的伊斯兰教法治理体系，以及国际公认的监管信誉。

马来西亚的伊斯兰资产已不再仅仅是规模庞大——它们正以远超传统资产的速度快速增长，并且这种情况已经持续了数年。 伊斯兰融资始终跑赢传统贷款增长，到2025年，伊斯兰银行资产已超过3120亿美元，其中沙里亚融资约占系统贷款的44%。根据当前趋势，普遍预计伊斯兰融资将在十年内接近银行总贷款量的一半。实际上，该体系正朝着平等化的方向发展。

然而，这项领导力的全部价值仍体现在三个方面：二级苏克债券市场的深度和可交易性、马来西亚作为交易场所（而不仅仅是发行场所）的全球可见度，以及其领先伊斯兰机构的规模和清晰度。

因此，下一阶段应更少关注证明伊斯兰金融有效，而更多关注扩大该体系规模，使增长优势转化为结构性优势。 这需要一个平衡的议程：深化基础级伊斯兰债券发行，更关键的是，构建与之匹配的二级流动性及数字资产基础设施；将马来西亚证券交易所定位为全球级的二级伊斯兰债券和数字化资产交易场所；并利用纯伊斯兰整合和传统整合释放的伊斯兰资产，建立具有真正全球意义的机构。

2025年，伊斯兰银行资产超过3120亿美元，其中沙里亚融资约占系统贷款的44%。

图1：关键市场要素

维度	关键观察	对论文的启示
伊斯兰增长溢价	伊斯兰融资一再 超越传统贷款 增长（约7-8%的增长） 2025 与实质上更慢 传统增长	伊斯兰体系正在获得份额。 有机地——议程是 捕捉这种差异的价值
伊斯兰银行规模	马来西亚伊斯兰银行资产 exceeded US$312 billion in 2025, 约44%的伊斯兰融资 system loans (up from 43% in 2024)	国内规模和份额都是 上升，并接近系统平等
伊斯兰债券/资本市场	全球伊斯兰债券总额已超过约100亿美元。 2025年将剩余1万亿美元，与 东南亚占主导地位 地区；马来西亚债券和伊斯兰债券 杰出的为2.256万亿林吉特 2025年底	一个庞大的供应基础存在；差距 是二级流动性，而非发行。
数字资产框架	存在三个值得注意的框架： 证券委员会（SC）的 资本市场总体规划 2026-2030讨论文件关于 资产代币化提出了 tokenized-capital-market-product 框架；马来西亚国家银行 (BNM)的数字资产创新 Hub; and Bursa Malaysia's 2026 数字交易所交易基金 (ETFs)咨询服务	马来西亚有一条实时监管跑道。 实现数字发行苏克克债券 且可交易
Government-Linked **投资公司** **（GLICs）架构**	核心GLICs包括Khazanah、PNB。 EPF，KWAP，LTAT和Tabung Haji	一个独特的长期 能够解决问题的所有权基础 协调问题
卡加马萨	卡加马斯是国民抵押 马来西亚公司，与 总资产562亿英镑 根据其2025年年度报告	住房金融流动性可以 成为一份有担保的伊斯兰债券并 资本市场杠杆

来源：Fitch Ratings； RAM Ratings；BIX Malaysia；马来西亚证券委员会；马来西亚证券交易所；财政部/GLIC公开声明；Cagamas 2025年年度报告。

1 | 增长分化：采取行动的时机

关于伊斯兰金融的多数国家财政辩论都围绕着追赶展开——基本上，如何使伊斯兰体系像传统体系一样规模庞大或能力强大。 马来西亚已经超越了这个问题。更实用的框架是，伊斯兰体系现已成为国家资产负债表上增长最快的部分，而战略任务则是确保结构、流动性和基础设施能够与该增长同步，而不是抑制它。

由此直接衍生出三种后果：

• 供应已不再是主要瓶颈。 发行领导地位已确立；当前的价值在于将不断增长的伊斯兰债券（sukuk）库存转化为一种流动性好、全球持有、价格活跃的资产类别。

• 机构设置滞后于资产规模。 伊斯兰资产虽然增长最快，但分散在独立银行、子公司和专窗中，从而削弱了其增长本应产生的规模效益。

• 基础设施窗口现已开启。 马来西亚的数字资产和通证化框架将于2026年开始制定——这是一个罕见的机会，可以设计本土化伊斯兰债券市场基础设施，而不是对其进行改造。

指导原则

规模并非目标。 流动性、客户价值和全球相关性才是目标。增长溢价为马来西亚提供了时间和动力——但这前提是必须有意地构建结构、二级市场深度和数字基础设施来将其转化。

图2：国家价值创造框架

价值池	当今价值被困之处	潜在解锁
增长优势	伊斯兰金融增长更快并非 然而转化为流动性、规模 或全球场地状态	构建流动性和基础设施 复合增长溢价
二级流动性	伊斯兰债券（Sukuk）发行普遍。 主要采取长期持有策略；二级 资金周转不灵	流动性架构：市场 制造商，代码库，基准线 代币结算
全球场馆角色	马来西亚是领先的发行国。 中心，但非世界 二级交易枢纽	布尔萨领导的全球二级苏uk债券 并且，以代币化 sukuk 为载体的平台
数字资产	分词框架是 初现，尚未扎根 伊斯兰债券	伊斯兰债券原生代币化：可分割 访问，自动化利润分配 实时结算
伊斯兰银行领导层	伊斯兰资产分布各处。 子公司、窗口以及 独立银行	纯伊斯兰投资旗舰 此外，还有伊斯兰教的红利 传统合并
GLIC股东价值	跨重叠暴露于 机构可以稀释投资组合的焦点。	投资组合合理化与 无论在哪里，都要进行整合 value-accretive
客户成果	规模和增长并不完全 定价，产品 并且访问	更好的数字、抵押贷款、中小企业 财富与伊斯兰保险方案； 零售级伊斯兰债券投资渠道

奥利弗·怀特咨询公司分析

马来西亚不再试图在伊斯兰金融领域追赶。现在的挑战是确保流动性、基础设施和机构规模与增长同步。

2 | 二级市场流动性：核心创新挑战

马来西亚的伊斯兰债券机遇已不再是发行更多，而是让已发行债券真正具备可交易性。 全球伊斯兰债券市场的结构性缺陷早已被证实：大量债券由长期持有型投资者持有，这冻结了流通量，削弱了二级市场交易量，并嵌入了持续性的流动性溢价。作为主导区域最大的发行市场，马来西亚将从解决这一问题中获益最多——如果增长更快的伊斯兰资产负债表仅仅产生了更多流动性差的债券，那么它也将承受最大的损失。

目标是形成一个自我强化的飞轮：更大规模、更标准化的初级供应创造可投资基准； 更深的二级流动性压缩流动性溢价；更低的溢价吸引新投资者并降低发行人融资成本，这反过来又鼓励更多发行。下方的创新议程可以启动这个飞轮。

附件3：二级流动性创新议程

杠杆	它做什么	Innovation/mechanism
基准整合	更少、更大、可替代的线路 许多小的	重新开放/利用机制； 标准化主权和准主权 主权曲线
Market-making	提供双向持续报价	指定做市商的义务 提供库存和资本激励； GLIC锚定流动性后备
伊斯兰回购和抵押品	让持有人为再循环提供资金 不卖职位	符合沙利亚法的回购协议，抵押品 BNM的资格，以及三方 抵押品池
分词结算	消除摩擦和最小化 闸机	分布式账本技术 (DLT)结算，原子交付 对价支付，以及股份化 伊斯兰债券单位
透明度	提升价格发现功能 投资者信心	事后报告，公开参考 定价，合订磁带 通过巴塞鲁斯
需求渠道	扩大持有人基础 银行之外	伊斯兰债券ETF、上市伊斯兰债券基金 零售接入，以及更广泛的 外资参与

奥利弗·怀特咨询公司分析

为什么在马来西亚，“买入持有”的问题是可以解决的

马来西亚在解决伊斯兰金融领域的“买入持有”问题方面，地位异常有利。 该国拥有深厚的国内制度**提供者及养老基金），具备统一的综合**تأمين التكافل**、基础（例如伊斯兰投资公司**GLICs
交易所和托管机构，拥有正在制定代币化规则的信誉良好的监管机构，并且拥有不断增长的供应渠道。缺失的一环是经过精心设计的流动性架构——包括做市商、回购、标准化基准和数字结算——这些应协同设计而非零散实施。

首次发行议程——驱动飞轮

马来西亚应在以下方面深化并规范供应：主权及准主权基准； 受担保的伊斯兰债券；基础设施、公用事业和交通；可再生能源和转型金融；数据中心和数字基础设施；主权财富基金组合公司伊斯兰债券；中小企业和清真经济集合结构；银行资本和流动性工具；以及上市伊斯兰债券基金和ETF。

二级市场议程——以匹配供应

主要资金来源必须由流动性架构的以下要素相匹配：更大的基准线、重新开放机制、做市商激励、伊斯兰回购、抵押品资格、交易后透明度、零售和机构交易准入、Bursa支持的数组和产品基础设施、伊斯兰债券ETF以及更广泛的外国投资者参与。

马来西亚的机会在于，将其在伊斯兰债券发行领域的领导地位与在流动性、交易和市场基础设施方面的同等领导地位相结合。

---

3 | 马来西亚交易所作为全球二级伊斯兰债券市场

马来西亚在伊斯兰债券发行方面是领先者，但在伊斯兰债券交易方面尚非领先者。 这两种领域需要不同形式的主导力，而后者——即交易领域——才是持久全球优势和持续经济价值的所在，例如清算、托管、数据、上市费和做市商活动，而不仅仅是单次发行发起。

马来西亚证券交易所是弥补这一差距的天然基础设施。 其目标应当明确：将马来西亚证券交易所打造成为全球投资者定价、上市和交易伊斯兰债券及符合沙利亚法规资产的首选参考平台——通过一条单一、透明、具备数字化功能的走廊，将东盟的供应与海湾合作委员会（GCC）及国际需求连接起来。

第四部分：从发行中心到全球交易场所——巴塞的角色

滑液囊功能	发行中心	全球场馆雄心
上市与录取	国内 sukuk 上市	国际伊斯兰债券上市；双币种列出设有GCC场地的走廊
交易与流动性	主要依赖非处方药，长期持有	场外二次交易做市商框架，以及整合磁带
产品	现金苏克克债券	伊斯兰债券ETF，伊斯兰基础设施资金，以及符合伊斯兰教法的数字产品
数据和价格	交易后有限的可视性	全球伊斯兰参考定价和基准指数
数字基础设施	传统结算	代币化伊斯兰债券上市和结算；数字资产ETF（根据2026年咨询）框架
全球网关	国内及区域接入	东盟—海合会—国际投资者入职培训与走廊连通性

奥利弗·怀特咨询公司分析

交易所委员会和证券交易委员会的设计问题

要使全球投资者选择在吉隆坡交易伊斯兰债券，而不是仅仅购买马来西亚债券并在别处托管，需要在做市商规则、外资准入制度、结算技术和海湾合作委员会（GCC）连通性等方面做出哪些努力？

马来西亚已建成全球领先的伊斯兰债券发行平台。其下一项竞争优势在于解决伊斯兰资本市场面临的流动性挑战。

4 | 数字资产：构建伊斯兰债券——本土市场基础设施

马来西亚的数字资产框架将于2026年积极修订——通过证券委员会（SC）关于马来西亚金融领域资产通证化的《2026-2030资本市场总体规划》讨论文件，该文件提出了通证化资本市场的发行和交易框架，以及BNM的数字资产创新中心和交易所关于上市数字货币ETF的咨询。这是一个周期性的机遇：马来西亚不必将数字资产视为独立的加密货币赛道，而是可以将其通证化锚定在其最强的出口——伊斯兰债券（sukuk）上，并从一开始就构建符合伊斯兰教法的市场基础设施。

战略逻辑在于，通证化和二级流动性问题是同一个问题从两个不同角度看待。 通证化直接针对导致伊斯兰债券（sukuk）流动性不足的摩擦因素：高昂的最低交易额、人工发行、不透明的结算方式以及持有者基础狭窄。

图5：数字资产如何释放苏克克价值

能力	流动性/客户效应	马来西亚推动者
碎片化	降低最低票价至 机构向零售规模 扩大持有人基础	分词化的资本市场产品 框架；零售苏克克渠道
原子和解（交付） 与付款/DvP）	降低结算风险并释放 抵押品更快	DLT结算试点； 存储库集成
自动化 利润分配	降低了维护成本和 运营摩擦	智能合约标准在 分词框架
实时透明	提升价格发现功能 投资者信任	布萨数据平台； 交易后报告
分词后的覆盖 伊斯兰债券	构建了一个数字原住民式的 高品质液体基准	卡伽玛斯2.0 + 分词 （见第6节）
稳定币/数字现金业务线	支持链上结算 现金方	BNM代币化讨论文件； 授权网络偏好

奥利弗·怀特咨询公司分析

BNM、财政部（MOF）及相关部门的协调立场

马来西亚的独特机遇在于，率先将其旗舰伊斯兰金融产品实现全流程数字化——包括发行、结算、分销和二级交易。 这样做将把三大议程（伊斯兰金融加速发展、伊斯兰债券流动性深化以及数字资产品牌领导力）紧密结合起来，形成一个全球可见的统一地位。

5 | 机构设置：整合方案

一个增长更快的伊斯兰金融资产负债表需要相应的机构来支撑。 如今，伊斯兰资产分散于独立的伊斯兰银行、传统集团的伊斯兰子公司以及伊斯兰业务窗口。有两种不同的机制可以构建伊斯兰金融的规模，并且应该将它们一起评估：

1. 直接纯业务整合——这意味着将独立的伊斯兰机构合并或纳入一家或多家国家龙头企业。

2. 传统整合带来的伊斯兰红利——每一次传统银行合并，也同时合并了两家伊斯兰业务部门，这些部门要么可以并入扩大后的集团，要么可以剥离出来，以便在别处建立伊斯兰金融的规模。这条第二渠道经常被忽视，但可能蕴藏着更大的机遇。

任何组合都必须针对股东价值、客户影响、竞争（赫芬达尔-赫希曼指数/HHI）、金融包容性和系统韧性逐项进行测试。 只有当规模明显改善结果时，其规模才具有合理性。

被忽视的杠杆

每一轮传统整合都会机械地引发一个伊斯兰问题：合并银行的伊斯兰业务是留在扩大后的传统集团内部，还是如果贡献给一家纯粹的伊斯兰业务冠军会更有价值？将这些伊斯兰资产视为伊斯兰金融规模的故意投入——而不是副产品——可能将成为该体系伊斯兰金融能力的最大来源。

场景设定A

纯伊斯兰投资组合

图6：纯伊斯兰投资标的评估情景

场景	示例形状	价值逻辑	关键风险/测试
A1 — **独立锚**	围绕...建立一位冠军 一个领先的独立产品 伊斯兰银行作为 整合平台	清晰的品牌，现有 伊斯兰教法的深度，以及 成品零售基地	它有资本吗？ 以及财政部 一个全球性参与者？
A2 — **独立合并**	组合两个独立的 伊斯兰银行成一个整体 全国冠军	即时规模，分支 并产生协同效应 以及单一品牌	整合风险； 重叠网络； 竞争影响
A3 — **子公司合并**	聚合伊斯兰 subsidiaries/portfolios 传统方式发布的 与新的平台进行交易	将伊斯兰教 股息（情景B） 独立冠军	剥离复杂性； 治理和 所有权对齐
A4 — **GLIC-anchored** **平台**	GLICs 整合其 伊斯兰教接触/了解 战略上统一 拥有冠军	解决协调问题 问题；与长远目标一致 术语所有者	避免一种看法 政策性银行 商业纪律

奥利弗·怀特咨询公司分析

场景设定B

传统整合及其伊斯兰红利

附件7：传统场景及其释放的伊斯兰金融能力

场景	示例形状	传统理由	伊斯兰产能红利
B1 — **四级建造商**	一个中型组合 RHB－Affin （风格搭配）以创造 一个更强劲的第四季度 银行集团	成本协同效应 资金规模，以及 区域相关性	两支伊斯兰武装力量合并 — 拌入，或贡献 纯种冠军 (A3场景)
B2 — **Larger-group** **获取**	一个更大的群体获得 一个次级规模或中级 规模化的机构	资本、技术和 分销协同效应	已获伊斯兰书籍 可以播种或加强 一位伊斯兰教冠军
B3 — **多方会谈**	更广泛的整合 涉及数名中年 规模较大的参与者	减少碎片化 各行业	多个伊斯兰 已发布的单元 一旦——材料 聚合潜力
B4 — **Carve-and-** **贡献**	传统合并 明确界定 伊斯兰武器用于 全国冠军	清洁工 传统整合	最大、最刻意 伊斯兰股息——配对 直接与场景 A3/A4

奥利弗·怀特咨询公司分析

保持可争议性

在每种情况下，马来西亚都应在不牺牲竞争的前提下追求规模：在大型全国性机构之外，应保留数字银行、金融科技企业、中小企业专家、塔卡富提供者和伊斯兰财富挑战者。 只有在存在明确的价值桥梁——可识别的协同效应、更强的资本生产率、更好的客户成果以及可管理的整合风险——的情况下，才应追求整合。

第八项证据：银行合并价值杠杆的公共价值测试

价值杠杆	潜在系统效益	公共价值测试
成本协同效应	下级重复分支，IT 运营和采购成本	多少价值被再投资？ 面向客户，技术 创新？
资本效率	更强的资产负债表配置 以及更有效的资本利用	它是否提高了贷款能力 以及韧性？
资金规模	更大的存款和资本市场 融资平台	资金是否惠及了低层客户 定价还是产品是否有货？
技术能力	更强的数字投资能力 数据、网络和人工智能风险工具	您提供的英文文本不完整，无法进行翻译。请提供完整的英文文本。 面临创新？
批发相关性	大银行可以支持更大的 公司、基础设施和 伊斯兰债券委托指令	马来西亚在区域层面获得 竞争力与授权份额？
韧性	更强大的机构可能更好地 吸收冲击	专注能引入新的吗？ 系统性风险还是竞争性风险？

奥利弗 • 怀特咨询公司分析

6 | GLICs作为国家金融价值的守护者

马来西亚的GLICs作为长期机构股东、国家储蓄管理者，同时也是金融机构和实体经济资产的投资者，占据着独特的地位。 由于伊斯兰金融资产负债表是系统中最快速增长的部分，因此，在伊斯兰金融的结构、流动性和基础设施方面做得恰到好处，GLICs也是其最大的经济受益者。

与其将GLICs作为政策导向的工具，机会在于认识到它们重叠的投资组合头寸可能使马来西亚解决那些阻碍价值创造重组的协调问题——即“切割与贡献”的伊斯兰红利（见附表7）便是最明显的例子。

图9：GLIC有价权益

GLIC角色	价值创造机会	为什么这很重要
银行股东	从整合协同效应中获得提升 以及更强大的特许经营品牌	GLICs 跨越多个领域进行投资。 受结构影响的机构
协调	具备协调伊斯兰例外情况的能力 成为冠军	开启伊斯兰红利 市场本身无法协调
长期投资者	更深层、流动性更强的伊斯兰债券市场 创造更好的可投资资产	养老金和储蓄基金需要 长时程、高品质 可交易文件
基础设施所有者	伊斯兰债券和通证化支持 成熟资产资本回收	释放用于新国家的资金 发展优先事项
流动性锚定	Glics可以支持做市商 并与流动性基准进行比较	直接针对长期持有策略 需求端的问题
受托管理机构	商业价值与...一致 国家发展	赋予其超越狭隘范围的正当性 交易经济学

奥利弗·怀特咨询公司分析

规模与竞争是互补的，而非相互竞争的目标。马来西亚的长期优势将源于将富有韧性的国家冠军与多元化的创新挑战者相结合。

7 | Cagamas 2.0 及马来西亚的担保债券框架

卡加玛斯（Cagamas）在马来西亚的抵押贷款和二级金融生态系统中已扮演着关键角色，通过票据、债券和伊斯兰债券（sukuk）为其运营提供资金，并利用其带追索权购买和带无追索权购买计划。然而，马来西亚对长期限资产的资金结构方式较为狭窄——银行严重依赖活期存款和储蓄存款（CASA）以及零售存款，辅以无担保优先发行和资产支持证券。缺失的工具是那些最发达的抵押贷款市场所依赖的工具——担保债券（及其伊斯兰合规的等价物，担保伊斯兰债券）。

担保债券是一种双重追索权工具：投资者对发行人拥有索偿权，除此之外，还对发行人破产隔离的、动态管理的封闭式担保池拥有优先索偿权。 与资产支持证券（ABS）不同，资产仍保留在发行人的资产负债表上，并且该池会得到补充以维持超额担保。这种结构为银行提供了最低的担保融资成本——但它依赖于特定的法律基础，而马来西亚目前还没有以专门形式存在的这种法律基础。

7.1 | BNM必须建立：监管框架

只有在法律使双重追索权承诺具有可执行性时，才发行覆盖债券。 对马来西亚而言，其核心设计选择在于采用立法框架（专门的覆盖债券法）还是合同或结构化方法；立法框架能提供更强的投资者保护、更好的评级和更严格的定价。马来西亚国家银行（BNM）——与证券委员会（SC）、财政部（MOF）和Cagamas合作——需要建立以下基础要素（见第10表），包括传统形式和符合伊斯兰教法的形式。

BNM核心决策

马来西亚可以通过合同方式（速度更快，但追索权较弱、定价范围更广）或立法方式（制定专门法律并接受公众监督）来发行有担保债券。 立法方式能够提供破产隔离、信用评级和严格定价，从而深化市场。对于希望将此发展成为真正的融资支柱——以及全球伊斯兰金融基准——的市场而言，立法途径是更优的选择。

第十项证据：担保债券框架——BNM及其合作伙伴必须建立的内容

积木	它需要什么	为什么这很重要
法律保障池戒指 **击剑**	法定隔离风险池 资产，使其远离破产风险 为 covered-bond 持有人预留 其他债权人	这是基础。 双重追索权——无 如果这乐器只是 担保债券
发卡机构许可 **以及监督**	一个许可制度，界定谁可以发行 并持续进行对池的审慎监管 质量和超额担保	公众监督正是让 Covered bonds earn a premium. 评级和优惠 资本待遇
合格资产和 **贷款价值比（LTV）标准**	符合资格的抵押贷款的清晰规则 基础设施和绿色资产 LTV上限，以及替代规则 动态池	标准化、高品质池 投资者和评级机构所关注的正是这些。 机构价格紧绷
封面泳池监控器与 **资产登记簿**	一个独立的监视器和一个维护的 资产登记册，超额抵押 流动性缓冲最低要求	池的持续完整性 维持投资者信心 以及二级流动性
资本、流动性和 **投资者待遇**	优惠风险权重，流动性覆盖率　需求侧激励 流动比率（LCR）相对于优质流动资产（HQLA）的扩大，拓宽了投资者基础。 银行及低收益产品的合格性与清晰处理 保险单持有人	
伊斯兰教法框架 **覆盖的**　伊斯兰债券	会计与审计组织 伊斯兰金融机构 (AAOIFI)/科学委员会 对齐结构，以便封面池和 双重追索权符合伊斯兰教法规定	让仪器在...工作 伊斯兰教和传统的 形式——不可或缺 马来西亚的混合体
决议和 **破产互动**	确保泳池得以存续的规则 发行人解决并继续付款 按计划	消除法律尾部风险 否则将重新定价 纽带

奥利弗·怀特咨询公司分析

7.2 | 大型银行将如何使用该框架

对马来西亚最大的银行而言，担保债券框架主要是一种自发行工具。 若具备足够规模、强大的发行能力和运行动态担保池的系统，大型银行可以直接发行自己的担保债券（及担保式斯库克），并以其抵押贷款组合或符合条件的基建和绿色资产作为担保。

• **更便宜、更长久、更稳定的资金。** 有担保、双来源的纸质价格远低于高级无担保的，从而延长了期限并减少了利率敏感型存款的依赖。

• **资金来源多元化，减少对央行准备金账户（CASA）的依赖。** 这打破了为长期贷款融资而争夺活期和储蓄存款的依赖性——直接解决了结构性资产负债错配问题。

• **资产负债表效率。** 资产保留在资产负债表上（与ABS不同），因此银行在释放期限资金的同时，仍能维持客户关系和专营权。

• **一个新的全球投资渠道。** 高评级的伊斯兰债券为大型马来西亚银行提供了一种工具，该工具已为海湾合作委员会和国际固定收益投资者所理解和定价。

7.3 | 卡伽玛斯如何支持小型机构

任何担保债券市场的风险都存在两种结果：大银行能以较低成本自行发行，而规模较小、评级较低、缺乏独立运营项目所需系统和规模的中小银行、发展金融机构以及伊斯兰金融挑战者则不得不以高昂成本通过存款为长期限资产融资。Cagamas在Cagamas 2.0中的角色正是为了填补这一差距，作为聚合器和信用增强层，使中小机构能够获得接近大银行的融资成本。

图11：卡加玛斯2.0——为小型机构均衡化资金成本

卡加玛斯的角色	机制	对小型机构的影响
聚合平台	符合资格的抵押贷款汇集 仅凭一家小银行，是无法承担基础设施和绿色资产的责任的。 将众多小型发起人整合为一家，吸引更紧密的定价 庞大的多样化承保组合	实现了规模和多元化
发行渠道	卡加马斯发行了覆盖债券/ 对冲的苏克克债券 合并资产 高评价项目	小型机构获得资金 无需构建的市场融资 它们自己的项目
信用增级	赋予其自身地位并超越 结构化抵押	加权平均纸张价格是 接近大型银行水平，而不是 小型银行
标准化	设置通用资格 文档，以及维修服务 参与者之间的标准	降低成本，提升投资者 舒适，并使纸张 可替代且流动性好
风险管理/资本管理	继续其实施购买方案 附带保证 连接通道	为小规模参与者提供流动性 并且根据其量身定制的凸雕装饰 资产负债表

奥利弗·怀特咨询公司分析

股权目标

卡加玛斯2.0的目标应是通过使一家小型伊斯兰银行抵押贷款组合的融资成本趋同于大型银行的水平——从而让规模而非获取廉价资金成为区分竞争对手的关键。这就是担保债券框架如何在不巩固最大既得利益者地位的情况下深化市场的方式。

7.4 | 一种资金多元化工具——超越抵押贷款，涵盖两种形式

战略利益比住房更重要。 全覆盖框架允许系统通过第三支柱——即有担保的资本市场融资——为长期限资产提供资金，从而减少对CASA（存贷利差）的依赖以及对各机构自身无担保债券发行的依赖。通过明确界定合格资产池，同一机制可以用于为住房抵押贷款、基础设施、绿色和转型资产（包括伊斯兰金融和传统形式）提供资金。特别是全覆盖的伊斯兰债券（Covered Sukuk），可能成为旗舰式的高质量、通证化、数字结算的基准，为第2至第4节所述的二级流动性议程提供支撑。

第12项证据：跨资产类别和形式的资金多元化

资产类别	传统担保债券	已覆盖的伊斯兰债券
抵押贷款	住房抵押贷款保障池 减少对CASA的依赖 住房抵押贷款	符合沙利亚法的住房融资 水池——天然的第一个有遮盖的 伊斯兰债券基准
基础设施	符合条件的基建贷款池 长期国家资产融资	基础设施苏克克债券支持池 从成熟项目中回收资本
绿色与过渡	绿盖游泳池与...对齐 国际资本市场 协会（ICMA）原则资金和-伊斯兰教法申诉 能源转型	绿色覆盖的苏克克债券会议 AAOIFI/SC标准 — 双重ESG

来源： Oliver Wyman 分析

这为何重要

如今，长期限放贷的资金来源于短期限存款，并通过存款准备金率（CASA）进行竞争。 覆盖债券和覆盖伊斯兰债券（Sukuk）的框架为整个体系提供了一个稳定、有保障的期限资金支柱——这为伊斯兰和传统形式的抵押贷款、基础设施和绿色金融 alike降低了结构性资金成本和风险，并为马来西亚打造了一个全球范围内可识别的伊斯兰基准资产。

图13：卡加玛斯2.0价值视角

利益相关者	潜在价值
客户	更高效、更稳定的抵押贷款资金支持更好的定价。 可用性，以及韧性
大型银行	担保债券/伊斯兰债券的自发行；成本更低，融资期限更长； 从CASA的多元化
小型机构	通过 Cagamas 聚合获得近大型银行资金的成本，以及 信用增强
银行系统	第三大资金支柱，减少对存款和无担保发行的依赖； 资产负债管理（ALM）的灵活性
投资者	高品质、双源、长时长的伊斯兰教和 常规仪器
GLICs	更多可投资固定收益资产匹配长期负债
伊斯兰债券**市场**	一个带盖的苏克克基准资产类别——一个自然而然的第一步 标记化工具
国家	更深层、更具韧性的住房、基础设施和绿色金融 基础设施建设资金

奥利弗·怀特咨询公司分析

马来西亚的战略机遇并非仅仅是更便宜的融资，而是一代新型优质抵押债券，它将增强整个金融体系的流动性。

对马来西亚最大的银行而言，抵押贷款和其他优质资产作为担保的覆盖债券，是一种战略性的自主发行工具，使其能够获得直接的市场准入。

8 | 客户成果：合法性的检验

任何市场结构改革最终都必须以客户体验来检验。 只有当它们改善了获取性、可负担性、产品质量、创新和信任时，更快的增长、整合和新的基础设施才能创造持久的公共价值。

第14项：客户成果指标

客户成果	为什么这很重要
贷款定价与可得性	将资本市场流动性与家庭福利挂钩
中小企业与清真经济融资	将伊斯兰金融与生产力经济增长联系起来
伊斯兰财富和退休产品	扩大符合伊斯兰教法的储蓄和投资选项
零售级伊斯兰债券投资 **请提供需要翻译的英文文本。**	让家庭参与伊斯兰固定收益市场 最低限度
数字银行质量	确保规模和增长转化为更好的体验
泰卡富渗透率	支持金融保护与包容
普惠金融	确保改革不排除服务不足的群体

奥利弗 • 怀特咨询公司分析

9 | 结论

马来西亚的伊斯兰金融领导地位已确立——而且，不寻常的是，仍在加速。 伊斯兰金融资产负债表是国民金融体系中增长最快的部分，而这一分化是未来十年的战略机遇。

将增长优势转化为结构性优势。 这意味着以下几点：将发行主导权与二级市场流动性相匹配；将马来西亚证券交易所定位为不仅是发行债券的地方，更是全球交易这些债券的场所；利用马来西亚2026年的数字资产和证券化框架，使债券实现端到端的数字化原生；通过纯粹的业务整合和传统并购中常被忽视的伊斯兰股息，扩大伊斯兰金融机构的规模。

该论文并非主张马来西亚应通过提高集中度来降低竞争力，而是主张马来西亚应通过深化投资者所需信心的流动性、建设决定未来十年的基础设施、以及创造规模效应（规模重要之处）来提升竞争力，同时保持竞争关键领域的创新。若能妥善实施，这将为国家、伊斯兰金融机构、银行、客户、发行人和投资者创造价值——并确认马来西亚成为伊斯兰金融交易的全球基准市场，兼具交易与发行功能。

这一切都不会自动发生。 推动这一议程将需要马来西亚的GLICs（政府关联公司）和股东做出艰难抉择，包括在个体机构利益的同时优先考虑长期市场发展。这也将需要强大的管理团队，他们能够执行复杂的转型、在适当的时候整合组织、在市场需求之前就投资于市场基础设施，并在整个过程中保持商业纪律。机遇是巨大的，但执行挑战也同样巨大。最终的成功将不仅仅取决于愿景的力量，还取决于利益相关者做出艰难决策的意愿以及管理团队执行这些决策的能力。

伊斯兰金融在马来西亚的增长速度已快于传统金融——未来十年将致力于构建流动性、交易场所、数字基础设施和机构规模，以实现这一增长滚雪球式发展，最终达到全球领先地位。

威灵顿咨询公司（Oliver Wyman）， Marsh（纽约证券交易所代码：MRSH）旗下的业务部门，是一家管理咨询公司。 该公司凭借深厚的行业洞察力、大胆的创新精神以及一种能够化繁为简、协作共赢的方法，帮助组织应对其最具定义性的转型时刻。Marsh是全球在风险、再保险和资本、人力资源与投资以及管理咨询领域的领导者，为130个国家的客户提供建议。公司年营收达270亿美元，拥有超过9.5万名同事，致力于通过独特的视角帮助客户建立信心，从而蓬勃发展。

更多信息，请访问 oliverwyman.com，或在领英和推特上关注我们。

美洲	欧洲	亚太地区	印度、中东和非洲
+1 212 541 8100	+44 20 7333 8333	+65 6510 9700	+971 (0) 4 425 7000

作者

肖恩 • 科里
Partner
sean.cory@oliverwyman.com

邹尚恩
Head of Malaysia
sean.choo@oliverwyman.com

版权所有。未经 Oliver Wyman 书面许可，本报告的全文或部分内容均不得复制或转载。
且， Oliver Wyman 对此方面第三方行为的任何责任概不承担。

本报告中的信息及观点由 Oliver Wyman 整理。 本报告不构成投资建议，亦不应被视为投资建议或替代专业会计师、税务、法律或财务顾问的咨询。Oliver Wyman 已尽一切努力使用可靠、最新及全面的信息和分析，但所有信息均未经保证，亦不构成明示或暗示的任何保证。Oliver Wyman 不承担更新本报告中信息或结论的责任。对于因依据本报告或本报告中引用的任何其他报告或信息来源所采取或未采取的任何行动而导致的任何损失，或因任何后果性、特殊或类似损害，即使已被告知此类损害的可能性，Oliver Wyman 亦不承担责任。本报告不构成买卖证券的要约或招揽买卖证券。未经 Oliver Wyman 书面同意，本报告不得出售。