

## ミレニアル世代と Z 世代のサステナブル・ファイナンスに 対する考え方を理解する ーマレーシアの観点ー

マレーシア資本市場研究所（ICMR） リサーチ責任者  
ダティン・アイーダ・ジャスリナ・ジャラルディン

マレーシア資本市場研究所（ICMR） リサーチ・アナリスト  
ナディラー・イブラヒム

### ■ 要 約 ■

1. ミレニアル世代と Z 世代は今や最大の世代コーホートであり、この先 10 年間の消費と市場のトレンドに影響を及ぼす経済力を有している。マレーシア資本市場研究所（ICMR）はこの点を踏まえて、若年層の投資家に関連する問題、課題、行動様式（サステナブル・ファイナンスに対する知識や考え方を含む）を包括的に理解することを目的に、「ミレニアル世代と Z 世代の投資家の台頭：マレーシアにおけるトレンド、機会、課題（The Rise of Millennial & Gen Z Investors: Trends, Opportunities, and Challenges for Malaysia）」と呼ばれる調査を実施した。
2. この調査において、マレーシアでは両世代が善意のための投資に前向きであることから、問題意識を高めること、段階的できめ細かいアプローチを採用して適切な投資の選択肢を作り出すこと（両世代の投資家層は考え方や文化の点で概ね類似しているものの、人口動態や行動様式の観点からは明確な差異が存在する）、イニシアティブを効果的に実施するために政策サイクルの各段階において行動学的な知見を取り入れることが、政策当局や業界にとって重要であることが浮き彫りにされた。

## I はじめに

ミレニアル世代とZ世代は今や最大の世代コホートであり、この先10年間の消費と市場のトレンドに影響を及ぼす力を有している。両世代は、世界の全人口の63%を占めると推計されている<sup>1</sup>。また、Z世代（1997～2012年頃に誕生した世代）は「かつてなく創造的破壊力を持つ世代」となり、その経済力はすべての世代コホートの中で最も急速に成長するとの見通しを、今回の調査結果は示している。Z世代の所得は、就職するにつれて2030年までに現在の5倍相当の33兆ドル（全世界の4分の1以上）に増加するとみられ、2031年までにはミレニアル世代の所得を上回ると予想されている<sup>2</sup>。これらの数字は、日本のような高齢化社会においても、この先10年間に両世代の行動や選好が消費者マインドや市場を牽引することを示唆している。

マレーシア統計局（DOSM）のデータによると、同国の10～40歳の人口は1,710万人であり、全人口の52.5%を占める<sup>3</sup>。マレーシア資本市場研究所（ICMR）はこの点を踏まえて、同国の若年層投資家に関連する問題、課題、行動様式をより包括的に理解することを目的に、「ミレニアル世代とZ世代の投資家の台頭：マレーシアにおけるトレンド、機会、課題（The Rise of Millennial & Gen Z Investors: Trends, Opportunities, and Challenges for Malaysia）」と呼ばれる調査を実施した。

ICMRは調査の一環として、市場調査企業のイプソスの協力を得て、マレーシア国内1,500人の回答者向けのサーベイを作成した。2021年7月から8月にかけて、21～40歳の回答者を対象にオンラインで実施されたこのサーベイでは、適切な標本を抽出するために、回答者には厳格な選定基準が設けられた。サーベイの大部分は金融行動の評価に関するものであり、投資商品の種類、投資する理由・しない理由、資産配分に際してのメンタル・アカウンティング（心の会計）に由来する行動などが含まれる。また、回答者のお金に対する考え方やトレンドの変化、金融に関する知識と行動の関連性についても調査された。回答者には、金融に関する知識とリスク許容度を自己評価するよう求められ、それらは後に投資判断と結び付けられた。また、問題点や行動様式を「現場の」視点からより適切に理解するために、サーベイの補完的な位置付けとして定性的なインタビューが行なわれた。

ICMRは、調査の結果を踏まえて、人口動態的な特徴と行動様式が異なる、相互に排他的な3つのグループに回答者を分類できることを発見した（図表1）。

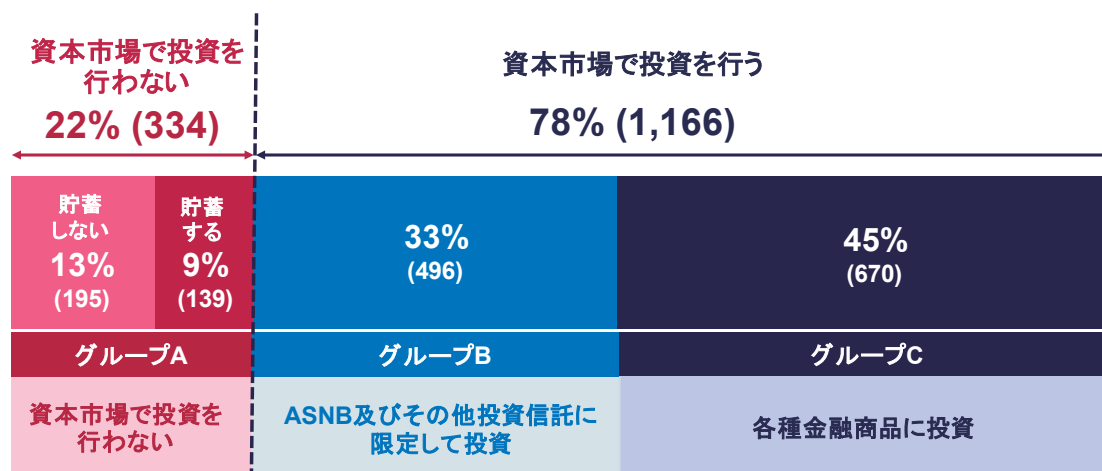
回答者全体の22%を占めるグループAは、資本市場における金融商品の投資未経験者から成る。一方、それ以外の78%は、資本市場での投資経験者から構成されるが、そのうち一定程度の割合が国営運用会社であるASN（Amanah Saham Nasional Berhad）が提供する投資信託（マレーシアで最大規模）及びその他投資信託に投資対象を限定していることがわかった（図表2）。このグループは人口動態的な特徴や行動様式が異質であるた

<sup>1</sup> Bloomberg「Z世代の人口は1年以内にミレニアル世代を上回る見通し（Gen Z Set To Outnumber Millennials Within A Year）」2018年8月20日。

<sup>2</sup> BoFA グローバル・リサーチ「Z世代の基礎知識（Ok Zoomer: Gen Z Primer）」2020年12月1日。

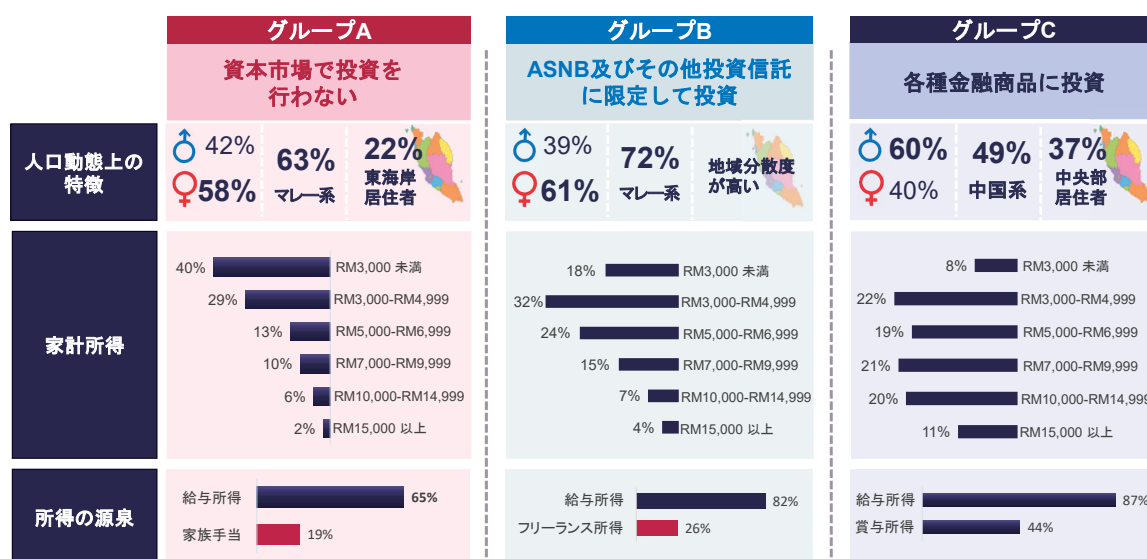
<sup>3</sup> マレーシア統計局「2021年マレーシア人口推計（Current Population Estimates Malaysia 2021）」2021年。

図表 1 3つの回答者グループ



(出所) Institute for Capital Market Research Malaysia, “The Rise of Millennial & Gen Z Investors: Trends, Opportunities, and Challenges for Malaysia,” 2021.

図表 2 人口動態上の特徴と所得水準



(注) RMはリンギットを示す。

(出所) Institute for Capital Market Research Malaysia, “The Rise of Millennial & Gen Z Investors: Trends, Opportunities, and Challenges for Malaysia,” 2021.

め、グループ B として単独で分類した（回答者全体の 33%）。残りの 45%を占めるグループ C は、ASNB 及びその他投資信託に限定せずに、各種金融商品に投資する回答者から構成される。

ミレニアル世代と Z 世代の投資家は、概して、より高齢の世代と異なる考え方や文化についての共通点を有しているものの、ICMR が分類した若年層投資家の 3 つのグループの間には、人口動態や行動様式の観点から明確な差異が存在する。これらの差異は、人口動

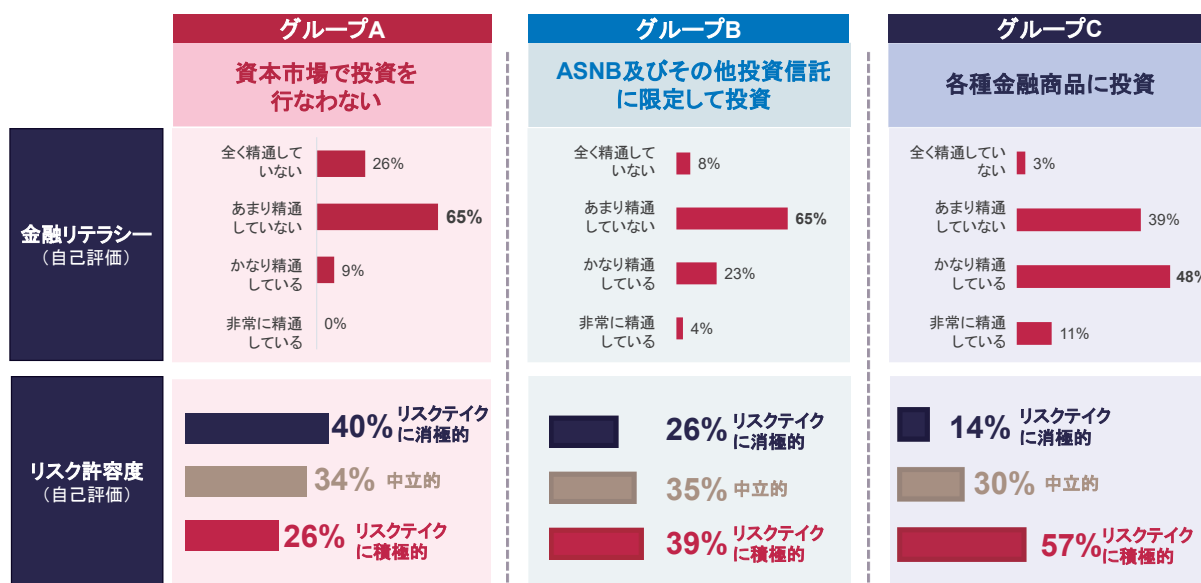
態上の特徴、所得、金融リテラシー、リスク許容度、所得の配分などの観点から説明可能である。

人口動態上の特徴に注目すると、グループ A と B では女性が過半数を占めるのに対して、グループ C では男性の割合が 60%に達している。また、グループ A では東海岸の居住者の割合が大きいのに対して、グループ C では中央部の居住者の割合が大きい。さらに、マレー系住民は回答者全体の 58%に過ぎないものの、投資未経験者の過半数（63%）を占める結果となった。

さらに注目し得る点として、グループによって家計の所得水準にばらつきが見受けられた。月間の家計所得を比較すると、グループ A の 69%が 5,000 リンギット（1,136 ドル）以下であるのに対して、グループ B の 56%は 3,000 リンギット（681 ドル）から 7,000 リンギット（1,590 ドル）の範囲であった。一方、グループ C に属する回答者の所得水準はこれよりもかなり高く、10,000 リンギット（2,270 ドル）以上の割合は 31%に達した。

グループ間の差異は、その他の行動様式の側面においても確認できる（図表 3）。例えば、「投資にかなり精通している」と自己評価した回答者の割合は、グループ A では 9%に過ぎなかったのに対して、グループ B では 23%、グループ C では 48%に達した。同様に、「リスクテイクに積極的である」と自己評価した回答者の割合は、グループ A では 26%にとどまったのに対して、グループ B では 39%、グループ C では 57%に達した。以上の調査結果は、投資する可能性や投資商品の種類、人口動態上の特徴と行動様式の間に関連性が存在することを示唆している。

図表 3 金融リテラシーとリスク許容度



(出所) Institute for Capital Market Research Malaysia, “The Rise of Millennial & Gen Z Investors: Trends, Opportunities, and Challenges for Malaysia,” 2021.

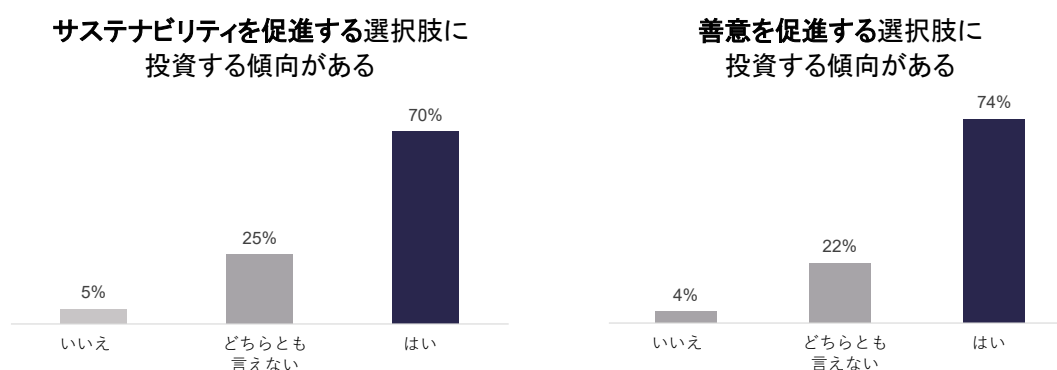
## Ⅱ 善意のための投資

スタンフォード大学ビジネススクール、ロックセンター・フォー・コーポレートガバナンス、フーバー研究所が 2,470 人の投資家（貯蓄額は 10,000 ドル未満～500,000 ドル以上の範囲）を対象に実施した最近のサーベイ<sup>4</sup>によると、世代間で大きな差異が存在することが明らかになった。すなわち、このサーベイでは、若い世代の株主の方がはるかに積極的に、ファンドマネジャーに対して環境・社会・ガバナンス（ESG）の目標を追求するよう要求すると同時に、その過程で損失が増加するリスクを許容する傾向が確認された。

全体として、回答者のうち 83%が、投資信託の運用担当者が環境や社会問題に関して議決権を行使する際に、自らの見解が考慮されるべきであると回答した。しかし、見解が一致するのはここまでであり、ミレニアル世代と Z 世代では、約 3 分の 2 の投資家が、炭素排出量や所得の不平等といった環境や社会に関する問題に「非常に関心がある」と回答したのに対して、58 歳以上の世代では、約 3 分の 2 の投資家が、「やや関心がある」、または「全く関心がない」と回答した。また、20～30 代の平均的な投資家が、企業の環境対策が改善するのであれば投資額の 6～10%を失うことを厭わないと回答したのに対して、ベビーブーマー世代の平均的な投資家は、いかなる損失も被りたくないと回答している。

この結果は、ミレニアル世代と Z 世代が善意のための投資に積極的であることを浮き彫りにした、ICMR の調査とも整合的である。回答者の 70%は、サステナビリティを促進する選択肢に投資する傾向があると回答し、74%は善意を促進する選択肢に投資する傾向があると回答している（図表 4）。

図表 4 善意のための投資



（出所）Institute for Capital Market Research Malaysia, “The Rise of Millennial & Gen Z Investors: Trends, Opportunities, and Challenges for Malaysia,” 2021.

<sup>4</sup> Stephen H. HaberJohn D. KeplerDavid F. LarckerAmit SeruBrian Tayan, “ESG Investing: What Shareholders Do Fund Managers Represent?,” November 2022.

ICMR がインタビューを行なった回答者の大半は、正確な専門用語を知らない場合でも、サステナビリティ投資や ESG 投資といった概念に強い関心を示した。また、興味深いことに、ESG投資においてリターンが低下することを許容するか否かについては、回答はほぼ均等に分かれた。

その一方で、回答者の多くは、「グリーン・ウォッシング（企業が環境に優しいという印象を与えるために、虚偽の情報や誤解を招く情報を提供すること）」に対する懸念を表明し、投資の成果を確認したいと回答している。これは、ミレニアル世代とZ世代は「自分の価値観と合致するところにお金を使い」、環境や社会に関する問題などの自らにとって重要な分野において、企業活動や政策決定に積極的に影響を与えようとしているという、他のグローバル・サーベイの結果とも整合的である。

### Ⅲ 今後の展望

ミレニアル世代とZ世代は最大の世代コーホートであり、この先10年間の消費と市場のトレンドに影響を及ぼす力を有していることを踏まえると、マレーシアの政策当局や業界にとって、国家的なサステナブル・ファイナンスのアジェンダをさらに推進するために、両世代の間で問題意識を高めることが極めて重要である。

そのような方向性の下で、段階的できめ細かいアプローチを採用して、投資の適切な選択肢を作り出さなければならない。ミレニアル世代とZ世代の投資家は考え方や文化の点で概ね類似しているものの、人口動態や行動様式の観点からは明確な差異が存在することが、ICMRの調査において確認されている。

こうした取り組みを効果的に実施するために、政策の策定から実施後に至る政策サイクルの各段階において、行動学的な知見を取り入れるべきである。そのためには、ランダム化比較試験（RCT）などの厳格な手法を用いた実験を政策サイクルに取り入れる必要が生じうるものの、政策が施行段階に入った後に、是正措置を講じる必要性が、最終的に低下する可能性がある。

政策当局はこのような理解を踏まえて政策の実施効果を評価しつつ、それに応じて規制を改正することも可能である。また、行動学的な知見を取り入れることで、規制当局が当初は計測、配慮しなかったかもしれない、特定の政策の意図せざる影響や波及効果を捉えることも可能である。したがって、政策当局は、人々を誘因する仕組みを設計する際には、潜在的な負の波及効果を軽減するために、行動学的な知見やナッジ（特定の行動を後押しするもの）の活用を検討するべきである。

本内容は参考和訳であり、原文（Original）と内容に差異がある場合は、原文が優先されます。

〔原文 (Original)〕

## Understanding Millennials and Gen Z's attitude towards sustainable finance - Malaysia's perspective -

Datin Aida Jaslina Jalaludin,  
Head of Research, Institute for Capital Market Research Malaysia  
Nadhirah Ibrahim,  
Research Analyst, Institute for Capital Market Research Malaysia

### ■ Abstract ■

1. Millennials and Gen Z are now the largest generational cohorts, with the economic power to influence consumer and market trends over the next decade. Against this backdrop, the Institute for Capital Market Research Malaysia (ICMR) undertook a study, “The Rise of Millennial & Gen Z Investors: Trends, Opportunities, and Challenges for Malaysia,” to get a holistic view of the issues, challenges, and behaviours of young investors– including their knowledge and attitudes towards sustainable finance.
2. The study highlighted that as these cohorts in Malaysia are keen on investing for good, it is critical for policymakers and industry to create greater awareness, adopt a tiered and nuanced approach in creating suitable investment options- while these investors generally share attitudinal and cultural similarities, there are distinct demographic and behavioural differences between this cohort- and incorporate behavioural insights into every stage of the policy cycle for effective implementation of initiatives.

## I Overview

Millennials and Gen Z are now the largest generational cohorts, with the power to influence consumer and market trends over the next decade. It is estimated that millennials and Gen Z make up 63% of the global population<sup>1</sup>. At the same time, research has indicated that Gen Z (born roughly between 1997- 2012) will be the “most disruptive generation ever” with their economic power being the fastest growing among all generational cohorts – Gen Z’s income is expected to increase fivefold by 2030 to US\$33 trillion as they enter the workplace, accounting for over a quarter of global income and then surpassing millennials’ income by 2031<sup>2</sup>. These numbers suggest that the behaviours and preferences of these cohorts will drive consumer sentiment and markets over the next decade – even for countries with an ageing population, such as Japan.

In Malaysia, the Department of Statistics (DOSM) data states that there are 17.1 million Malaysians aged between 10-40 years old, making up 52.5% of the population<sup>3</sup>. Against this backdrop, to get a more holistic view of the issues, challenges, and the behaviours of young investors in Malaysia, the Institute for Capital Market Research Malaysia (ICMR) undertook a study, *“The Rise of Millennial & Gen Z Investors: Trends, Opportunities, and Challenges for Malaysia.”*

As part of the research process, ICMR also collaborated with IPSOS, a market research company, in designing a survey that was distributed to 1,500 respondents across Malaysia. The survey was administered online from July to August 2021 to respondents aged 21 – 40 years old. There were hard recruitment quotas in place to ensure a representative sample. The scope of the survey predominantly covers areas to assess financial behaviour which includes exploring the type of products invested, reasons for investing or not investing, as well as mental accounting behaviour in money allocation. The survey also explored respondents’ attitudes towards money and the changing trends as well as to explore links between financial knowledge and financial behaviour. Respondents were required to assess their own financial knowledge and risk tolerance which was then matched against their investment decisions. The survey was then complemented with qualitative interviews so as to garner a better “on-the-ground” understanding of the issues and behaviours.

From the survey respondents, ICMR found that they could be divided into three mutually exclusive groups that have differing demographics and behaviours (Figure 1).

Group A, which represents 22% of total respondents, comprises those who did not invest in any capital market products. Of the 78% of total respondents that do invest in the capital market, it was found that there was a significant group whose only capital market investment was in the form of Amanah Saham Nasional Berhad funds (Malaysia’s largest unit trust funds) and/or other unit trusts (Figure 2). It was found that this

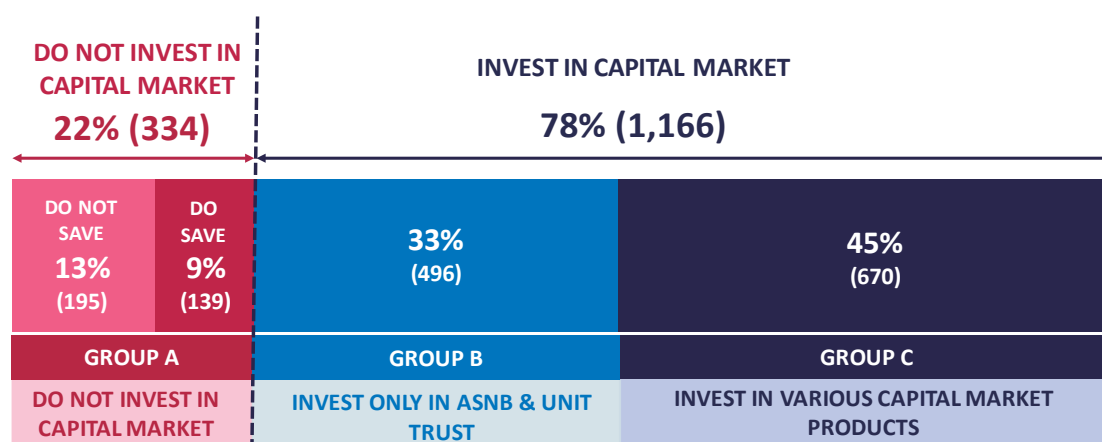
<sup>1</sup> Bloomberg. “Gen Z Set To Outnumber Millennials Within A Year,” 20 August, 2018.

<sup>2</sup> BoFA Global Research, “Ok Zoomer: Gen Z Primer,” 1 December, 2020.

<sup>3</sup> Department of Statistics Malaysia, Current Population Estimates Malaysia 2021, 2021.

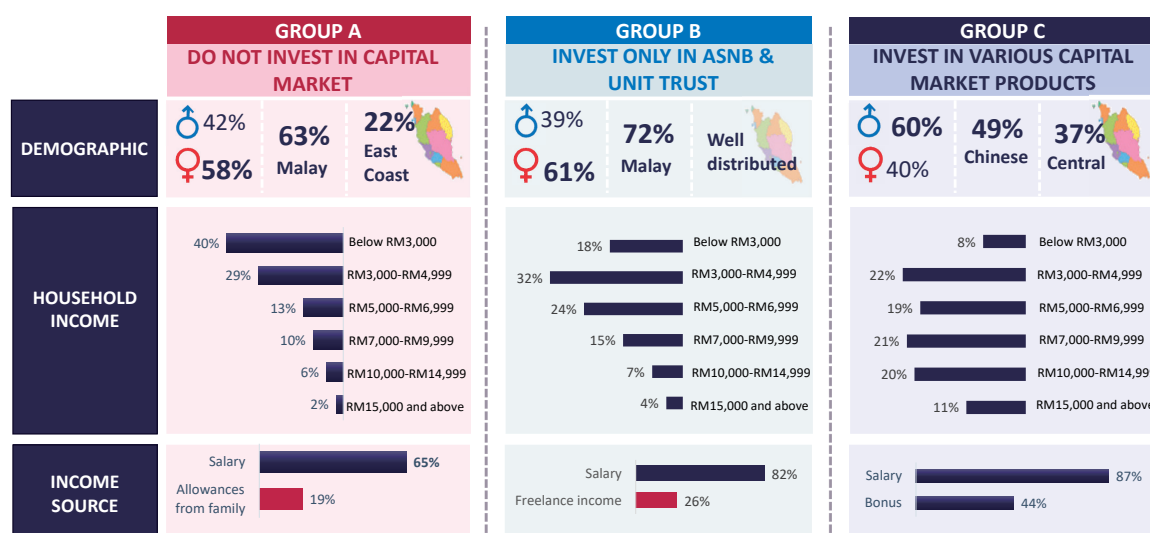


Figure 1: Three different categories of respondents



Source: Institute for Capital Market Research Malaysia, “The Rise of Millennial & Gen Z Investors: Trends, Opportunities, and Challenges for Malaysia,” 2021.

Figure 2: Demographics and income



Source: Institute for Capital Market Research Malaysia, “The Rise of Millennial & Gen Z Investors: Trends, Opportunities, and Challenges for Malaysia,” 2021.

group differed in terms of demographics and behaviours, and thus was separately represented as Group B which consists of 33% of the total respondents. The remaining 45% of respondents making up Group C are those that invest in other capital market products which are not limited to just Amanah Saham Nasional Berhad and unit trusts.

Although millennials and Gen Z investors generally share attitudinal and cultural similarities that separate them from older generations – there are also distinct demographic and behavioural differences between the

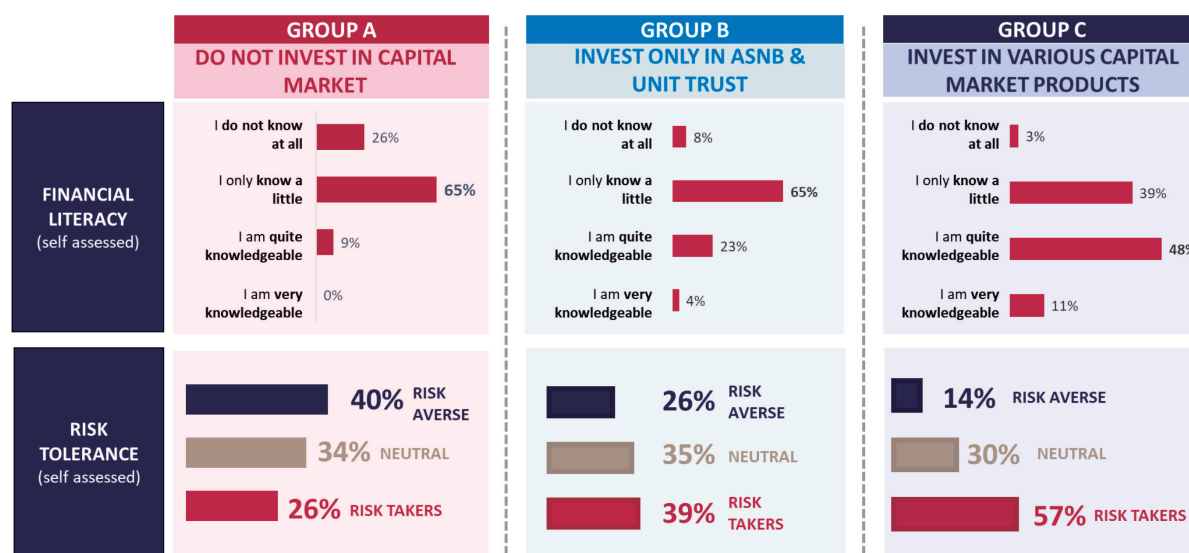
three groups of young investors identified by ICMR. These differences can be understood in demographics and income, financial literacy and risk tolerance, and income allocation.

Regarding demographics, there are more females in Group A and B, whereas 60% of Group C are males. A higher proportion from the East Coast does not invest (Group A), while Group C has a higher proportion from the Central region. Moreover, although Malays comprise only 58% of total respondents, they form the majority of those who do not invest (63%).

More notably, there are differences in household income levels between all three groups. While 69% of Group A earn less than RM5,000 (US\$1,136) in monthly household income, 56% of Group B earn between RM3,000 (US\$681) – RM7,000(US\$1,590). Meanwhile, respondents who fall under Group C were found to have significantly higher incomes, with 31% having household incomes above RM10,000 (US\$2,270).

This shift between groups can also be observed when it comes to other aspects of behaviour (Figure 3). For example, only 9% in Group A self-assessed themselves as “quite knowledgeable about investing”, this number increased to 23% for Group B and 48% for Group C. Likewise, while only 26% of respondents in Group A identified themselves as risk takers, compared to 39% in Group B and 57% in Group C. These findings suggest that there is a link between the likelihood of one investing, the kind of product one invests in, and ones’ demographics and behaviour.

**Figure 3: Financial literacy and risk tolerance**



Source: Institute for Capital Market Research Malaysia, “The Rise of Millennial & Gen Z Investors: Trends, Opportunities, and Challenges for Malaysia,” 2021.

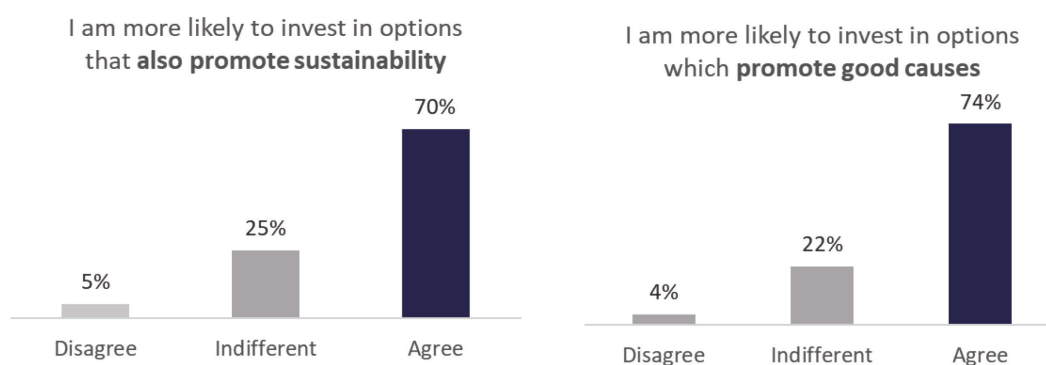
## II Investing for Good

A new survey of investors released by Stanford Graduate School of Business, the Rock Center for Corporate Governance, and the Hoover Institution<sup>4</sup>, which polled 2,470 investors with savings ranging from less than US\$10,000 to more than US\$500,000, revealed sharp differences along generational lines, with younger shareholders saying they are far more eager to have fund managers pursue environment, social and governance (ESG) objectives — and also far more willing to risk higher losses in the process.

Overall, 83% of all respondents said they think their personal views should be considered when mutual fund managers use their shares to vote on environmental or social issues. Their views diverged from there. While approximately two-thirds of millennial and Gen Z investors said they were very concerned about environmental and social issues like carbon emissions and income inequality, roughly two-thirds of investors 58 years old and older said they were only somewhat or not at all concerned. And while the average investor in their twenties or thirties was willing to lose between 6% and 10% of their investments to see companies improve their environmental practices, the average Baby Boomer was unwilling to lose anything.

This finding is aligned with the findings of ICMR’s research which highlights that millennials and Gen Zs are keen on investing for good. 70% of the survey respondents stated that they were more likely to invest in options that promote sustainability, while 74% stated that they were more likely to invest in options that promote good causes (Figure 4).

**Figure 4: Investing for good**



Source: Institute for Capital Market Research Malaysia, “The Rise of Millennial & Gen Z Investors: Trends, Opportunities, and Challenges for Malaysia,” 2021.

<sup>4</sup> Stephen H. HaberJohn D. KeplerDavid F. LarckerAmit SeruBrian Tayan “ESG Investing: What Shareholders Do Fund Managers Represent?” November 2022.

Most interviewees that ICMR spoke to expressed great interest in the concept of sustainability or ESG investing, even if they were not aware of the precise terminologies. Interestingly, there was about an equal split among interviewees regarding whether they would accept lower returns for ESG investments.

However, most highlighted their concerns about “greenwashing” (where companies provide false or misleading information to create an impression of being more environmentally sound) and wanted to be sure that they could see the impact of their investments. This is in line with findings from other global surveys, that found that millennials and Gen Zs “put their wallets where their values are” and are actively seeking to influence businesses or policies on matters that are important to them, like environmental or social issues.

### III The Road Ahead

Against this backdrop of Millennials and Gen Z being the largest generational cohorts with the power to influence consumer and market trends over the next decade, it is critical for policymakers and industry in Malaysia to create even greater awareness amongst these cohorts so as to further drive the national sustainable finance agenda.

In line with this, a tiered and nuanced approach must be taken with regards to creating suitable investment options as while millennials and Gen Z investors generally share attitudinal and cultural similarities, ICMR’s research has shown there are also distinct demographic and behavioural differences between this cohort.

To ensure effective implementation of these initiatives, behavioural insights should be incorporated into every stage of a policy cycle, from policy development all the way to post-implementation. While this may require embedding experimentation using a rigorous methodology such as a Randomised Control Trial (RCT) into the policy cycle, it could eventually reduce the need for corrective measures once a policy is at the implementation stage.

Policymakers can also leverage this understanding to evaluate the effectiveness of policy implementation and hone regulations accordingly. Behavioural insights can also capture the unintended consequences or knock-on effects of certain policies, which regulators may not have been measuring or looking out for in the first place. Correspondingly, policymakers should consider leveraging behavioural insights and behavioural nudging to mitigate any potential negative spill-over effects when designing incentive structures.