

宏观

证券研究报告
2024年11月07日

特朗普当选对 ESG 投资意味着什么？

特朗普重返白宫，我们认为他对 ESG 投资的限制较大可能重复第一个任期的操作，要求 ERISA 覆盖的退休计划的受托人在进行投资决策时，将财务因素放在首位，并避免为了追求非财务目标而牺牲潜在的投资收益或增加不必要的投资风险。然而，我们认为 ESG 投资的长期发展终究取决于相关产品在市场上的表现，政策更多或是扮演规范引导的角色而非全面禁止。

风险提示：特朗普加大对 ESG 投资的限制；可持续投资取代 ESG 投资存在；

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告：宏观报告-2024 美国大选点评》 2024-11-06
- 《宏观报告：宏观报告-美国反对美国》 2024-11-04
- 《宏观报告：宏观报告-美国 10 月非农数据点评》 2024-11-03

特朗普在 Agenda 47 的视频中肯定了第一个任期内对 ESG 投资所设的限制：

“作为总统，我非常自豪地颁布了一项历史性规定，禁止华尔街和雇主将 401K、养老金和退休账户资金，仅仅出于政治原因投入到所谓的 ESG 投资中。”

特朗普还承诺若再次重返白宫，将迅速采取行动，通过签署行政令来禁止 ESG 投资，并与国会合作出台永久性排除 ESG 投资的法律。

特朗普的言论似乎在暗示，一旦他再次当选，美国的 ESG 投资将面临风波，但是回顾他在首个任期内对 ESG 投资所施加的限制措施，我们发现他可能存在些许夸大的成分。

特朗普对 ESG 投资的限制聚焦在私人退休计划。他在 2019 年签署了一项行政令，要求美国劳工部对能源投资趋势和《1974 年雇员退休收入保障法案》(ERISA) 中与代理投票相关的受托责任进行审查，以确定是否应该“撤销、替换或修改”相关指导方针。

ERISA 覆盖了两类主要的退休计划：“缴费确定型 (defined benefit plans)”和“待遇确定型 (defined contribution plans)”，包括 401(k) 计划、403(b) 计划、员工持股计划以及利润分享计划等。

但是 ERISA 不包括政府实体或教会为员工设立的计划、仅为遵守与工人赔偿、失业或残疾相关法律而设立的计划、在美国境外为非居民外国人利益而设立的计划，以及未获得资金支持超额福利计划等退休计划。

劳工部 2020 年 11 月份发布的最终规则要求 ERISA 计划的受托人基于财务因素来选择投资和投资行动方案，并禁止为了促进非财务目标而牺牲投资回报或承担额外的投资风险。

但是，该规则也明确指出当受托人无法基于财务因素进行投资计划选择时，可以在充分记录相关内容的前提下，使用非财务因素作为投资决策的依据。

表 1：2020 年通过的特朗普首个任期对 ERISA 的主要修改

修改或者增加的条款
1. 明确 ERISA 受托人必须仅基于财务因素——即对投资风险和/或回报有实质性影响的因素，来评估投资和投资行动方案，这些考虑应与计划的投资目标和资金政策一致。
2. 禁止受托人将参与者的利益置于无关目标之下，并禁止他们为了促进非财务目标而牺牲投资回报或承担额外的投资风险。
3. 要求受托人考虑合理可用的替代方案以满足他们在 ERISA 下的审慎和忠诚职责。
4. 当计划受托人在选择投资时，基于财务因素无法区分不同的投资选项时，可以使用非财务因素作为决定性因素。然而，受托人必须记录以下内容： <ul style="list-style-type: none"> (i) 解释为何仅凭财务因素不足以选择特定的投资或投资行动方案； (ii) 所选择的投资与替代投资相比，在不同方面的表现； (iii) 所选择的非财务因素如何与参与者和受益人的利益一致，符合他们退休收入或计划下的财务福利。 计划受托人还需要记录与此相关的文件，目的是防止受托人在没有适当仔细分析和评估的情况下基于非财务因素做出投资决策。这确保了受托人在选择投资时，能够充分考虑和记录所有相关的财务和非财务因素，以保证投资决策符合计划参与者和受益人的最佳利益。
5. 在个人账户计划中，受托人在选择计划参与者和受益人可获得的指定投资替代方案时，必须遵守 ERISA 规定的谨慎和忠诚标准。 <ul style="list-style-type: none"> (i) 如果个人账户计划允许计划参与者和受益人从广泛的投资替代方案中进行选择，受托人在考虑或包含某个投资基金、产品或模型组合时，不会因为该基金、产品或模型组合促进、寻求或支持一个或多个非财务目标而受到禁止，只要受托人满足 ERISA 和最终规则中的谨慎和忠诚规定； (ii) 如果基金、产品或模型组合的投资目标或主要投资策略包括、考虑或表明使用一个或多个非财务因素，该规定禁止将计划当作符合 29 CFR 2550.404c-5 描述的合格默认投资替代方案 (QDIA)，或作为此类投资替代方案的一部分来增加。

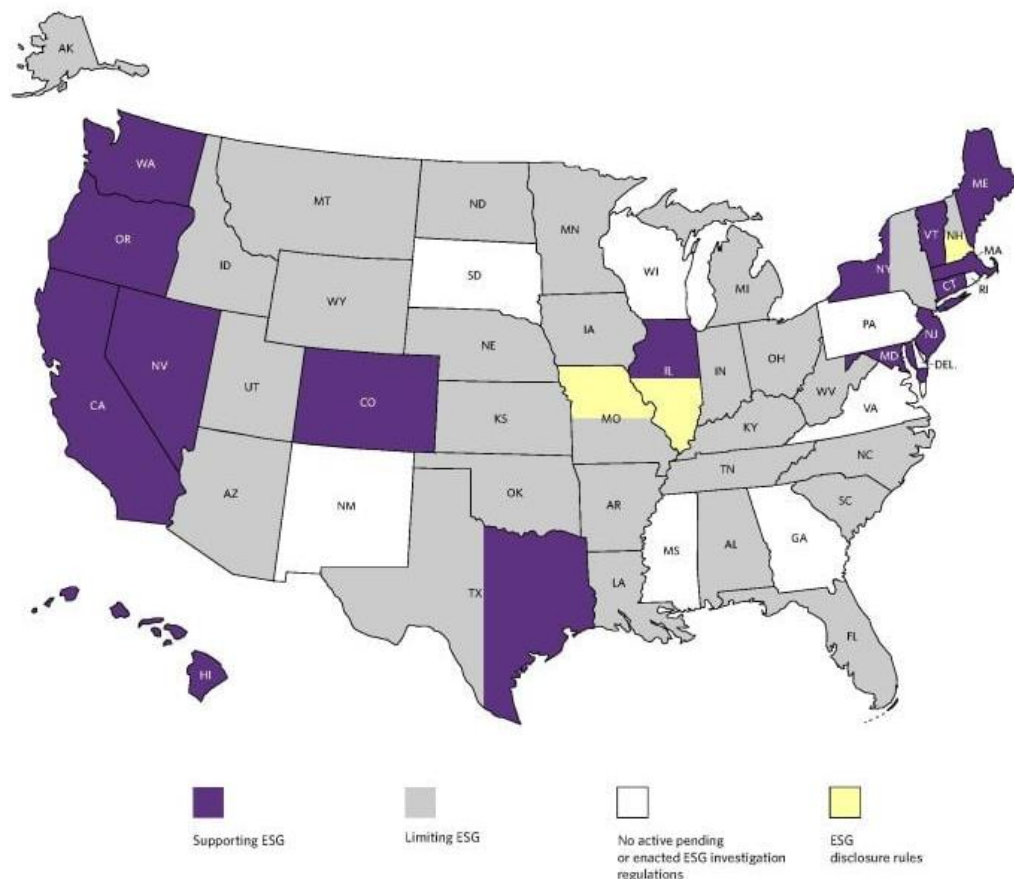
资料来源：“Financial Factors in Selecting Plan Investments” from the Employee Benefits Security Administration、GovInfo，天风证券研究所

在劳工部公布规则后，美国各州立法机构也加快了监管 ESG 投资的步伐。截至 2024 年 1 月，已有 41 个州提出或颁布了与 ESG 投资相关的法律。

其中，8 个州颁布了“支持 ESG”的法律，规定应考虑或必须考虑 ESG 因素，或对特定有争议的行业的投资进行限制。

20 个州颁布了“反对 ESG”的法律，限制使用州资产进行 ESG 投资，具体包括“投资决策应只关注最大化投资回报”、“第三方在考虑如何投票时只关注财务因素”、“禁止公共实体或在相关州运营的企业出于 ESG 因素排除歧视个人或公司”、以及“将抵制特定行业（如化石燃料）的公司和金融服务公司列入黑名单或禁止州政府实体与之签订合同”等。

图 1：截至 2024 年 1 月，美国各州 ESG 投资立法情况



注：原图制作的数据根据 2023 年 9 月，根据 Morgan Lewis 披露，2023 年 9 月到 2024 年 1 月期间没有变化。

资料来源：Morgan Lewis，天风证券研究所

尽管各州的立法环境多样，但如果投资机构明确表示其投资决策首先考虑与相关投资有关的财务因素，即使进行 ESG 领域的相关投资，也能避开大多数法律风险。

从监管层面来看，特朗普时期对 ESG 投资的限制以及 20 个州出台的“反 ESG”法规，并没有直接“禁止 ESG 投资”。这些政策更多地强调，在做出投资决策时，应将财务因素作为首要考量。

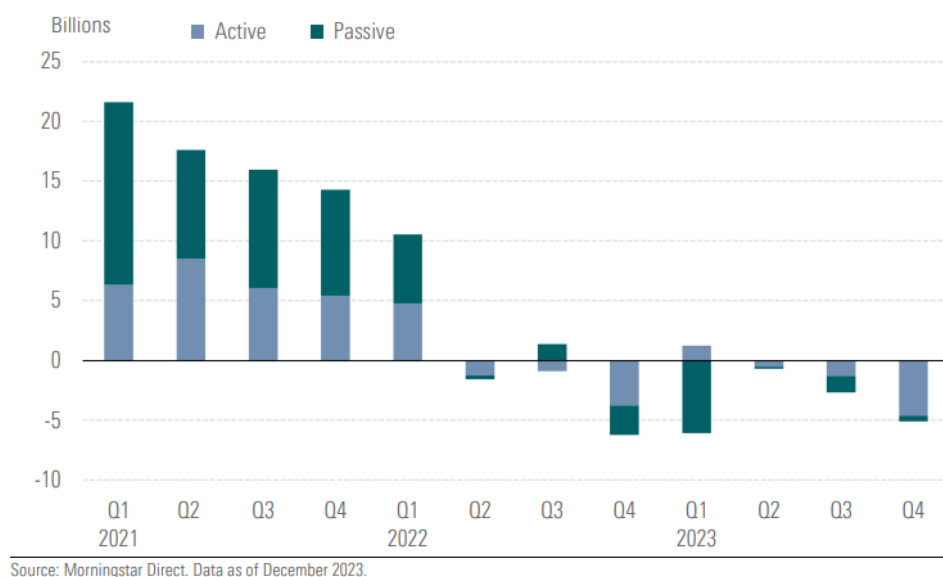
从市场角度观察，尽管在特朗普的政策影响下，美国可持续基金的资金流入有所减少，但整体上仍然保持了正向增长。然而，在 2022 年拜登政府对 ERISA 条款进行修订，允许在投资决策中考虑 ESG 因素后，美国可持续基金的资金流入并未出现预期中的提升，反而持续呈现负增长态势。

造成美国可持续基金流出的背后最直接的原因是投资回报表现不佳。美国 ESG 基金在 2023 年的表现相较于 2022 年有所提升，但仍未能超越传统基金的平均水平。

特别是 ESG 股票型基金，其表现尤为逊色，有 32% 的可持续股票基金的回报率排在了同类

基金的后 25%。对于大型混合型股票基金——美国可持续基金领域最大的部分，2023 年可持续基金的平均回报率为 20.8%，低于该类别整体 23.9% 的中位数收益，也低于晨星美国大中型股指数 26.9% 的收益中位数。

图 2：美国可持续基金资金流量情况（单位：十亿美元）



资料来源：Morningstar，天风证券研究所

总的来看，我们认为特朗普对 ESG 投资的限制较大可能重复第一个任期的操作，要求 ERISA 覆盖的退休计划的受托人在进行投资决策时，将财务因素放在首位，并避免为了追求非财务目标而牺牲潜在的投资收益或增加不必要的投资风险。

然而，我们认为 ESG 投资的长期发展终究取决于相关产品在市场上的表现，政策更多或是扮演规范引导的角色而非全面禁止。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com