

ETF 支持养老第三支柱发展的作用及机理 投研报告

作者：张正航

日期：2026 年 6 月

摘要

在人口老龄化进程显著加快、基本养老保险收支压力持续增大而企业年金覆盖范围有限的背景下，发展养老第三支柱已上升为国家战略。然而，个人养老金制度自落地以来，面临"开户热、缴存冷"、产品收益率偏低及长期增值能力不足等突出困境。交易型开放式指数基金（ETF）以其低成本、高透明度、充分分散风险及交易灵活等禀赋，与养老金长期复利需求高度契合。本文系统分析 ETF 支持养老第三支柱的五大核心作用——提升长期收益中枢、降低投资参与门槛、实现全球化多元配置、增强流动性并节约综合费用、引导长期理性投资行为；并从资金端、资产端、政策设计及行为金融四个维度阐释其内在传导机理，构建"长线资金→ETF 高效配置→资本市场效率优化→养老金实质增值→居民参与意愿提升"的正反馈闭环。最后，针对当前制度性障碍提出可操作的政策建议，为推动 ETF 纳入个人养老金合格产品体系提供理论依据与实践参考。

关键词：ETF；养老第三支柱；个人养老金；长期资产配置；行为金融

目 录

一、引言	4
二、文献综述与制度背景	4
2.1 养老第三支柱的发展现状与深层痛点	4
2.1.1 制度框架与发展规模	4
2.1.2 制约发展的三大深层痛点	5
2.2 ETF 的核心特征及其与养老投资的内在适配性	5
2.2.1 ETF 的本质属性	5
2.2.2 与养老长期资金的四维适配	6
2.2.3 海外实践的镜鉴	6
三、研究方法	7
四、结果：ETF 支持养老第三支柱的五大作用	7
4.1 显著提升长期收益中枢	7
4.2 有效降低投资门槛，破解"不会选、不敢投"	7
4.3 拓展全球化、跨资产多元配置边界	8
4.4 增强组合流动性并降低综合持有成本	8
4.5 引导并强化长期理性投资行为	8
五、讨论：内在机理与现实挑战	9
5.1 内在机理	9
5.1.1 资金端传导机理：长线资金与资本市场的正反馈闭环	9
5.1.2 资产端传导机理：优化实体经济融资结构与产业升级	9
5.1.3 政策设计路径机理：三条现实可行的嵌入通道	9
5.1.4 行为金融机理：克服多重认知偏差的系统设计	10
5.2 现实挑战	10
5.3 政策建议	11
六、结论	11
参考文献	13

一、引言

国家统计局数据显示，截至 2025 年末，我国 60 岁及以上人口已突破 3.2 亿，占总人口比重达 22.6%，正式步入中度老龄化社会。与此同时，三支柱养老保障体系呈现显著结构性失衡：第一支柱基本养老保险虽覆盖逾 10 亿人，但养老金替代率已降至约 45%且支付压力递增；第二支柱企业年金与职业年金覆盖人口仅约 7000 万，广大中小民营企业员工难以受惠；第三支柱个人养老金制度自 2022 年试点、2024 年推向全国以来，开户数虽已突破 6000 万户，但实际缴存率不足 30%，户均缴存金额持续低位运行。

造成这一"叫好不叫座"困局的核心因素之一，在于个人养老金账户可投产品的内在缺陷：现有产品以储蓄、银行理财及保险为主，年化收益率普遍落在 2%至 4%区间，长期难以跑赢实际通胀，无法有效回应居民对养老金跨周期增值的合理期待。公募基金虽已被纳入合格产品池，但品种局限于养老目标 FOF，底层资产透明度不足，双重收费结构导致综合费率偏高，且天然缺乏场内交易的便利性。在此语境下，ETF 作为一种高度标准化的被动投资工具，能否以及如何系统性地支持养老第三支柱的可持续发展，构成了兼具理论深度与紧迫实践价值的重要命题。

本文所界定的"养老第三支柱"，严格限于个人养老金账户体系内的自愿性商业养老金融安排。ETF 则涵盖宽基 ETF、行业 ETF、跨境 ETF、债券 ETF 及商品 ETF 等全品类产品。研究围绕两大核心问题展开：第一，ETF 对养老第三支柱能产生哪些具体且可衡量的正向作用？第二，这些作用经由何种深层机理得以有效传导？

二、文献综述与制度背景

2.1 养老第三支柱的发展现状与深层痛点

2.1.1 制度框架与发展规模

我国个人养老金制度采用"个人账户制+税收递延"的基本架构，年度缴存上限为 12000 元。账户资金可配置于四类监管许可产品：储蓄存款、银行理财、商业养老保险及公募基金。截至 2025 年末，四类产品合计上线超过 800 只，其中公募基金产品约 200 只（全部为养老目标 FOF 及其专属 Y 类份额），管理总规模约 350 亿

元人民币。作为参照，美国 IRA 账户 2024 年末资产规模高达 12.6 万亿美元，两者差距以数量级计，折射出我国养老第三支柱仍处起步阶段。

2.1.2 制约发展的三大深层痛点

痛点一：产品同质化严重与有效收益率不足。 现有产品格局中，储蓄类产品占比超过 60%，五年期整存整取利率约 2.5%至 3.2%；银行理财类虽业绩比较基准在 3%至 4.5%之间，但净值化转型后波动显著加大；保险类产品则长期锁定流动性且实际收益高度不确定。真正具备权益风险敞口的产品极度稀缺——养老目标 FOF 中，目标风险型产品的权益中枢配置上限仅为 60%，且受制于"底层基金管理费+FOF 层面管理费"的双重收费结构，综合年化费率高达 1.2%至 1.8%，显著侵蚀长期净回报。

痛点二：参与意愿持续低迷与持有体验不佳。 中国养老金融 50 人论坛调查数据显示，未缴存者中超过 55%将首要原因归结为"收益率过低，不如自主投资"。已缴存群体中近 40%明确表示未来将减少或中止缴存，核心归因于"产品缺乏赚钱效应"。部分养老 FOF 自设立以来累计收益率低于同期沪深 300 指数，叠加回撤控制不力，导致"养老不赚钱"的负面认知在投资者群体中持续扩散，形成参与意愿的负向螺旋。

痛点三：长期增值能力的结构性缺失。 个人养老金账户的资金积累周期长达 20 至 30 年，复利效应要求年化实际收益率至少达到 4%至 5%，方能有效对冲长期通胀侵蚀。然而，当前产品体系整体偏向固收类，权益资产配置比例被过度压制，本质上是以牺牲长期增长潜力为代价换取短期净值稳定。横向对比，美国 IRA 账户中权益类资产平均配置比例超过 50%，而我国个人养老金公募基金产品的实际权益净敞口尚不足 30%，长期增值后劲明显欠缺。

2.2 ETF 的核心特征及其与养老投资的内在适配性

2.2.1 ETF 的本质属性

ETF 是在证券交易所上市交易的、以追踪标的指数表现为投资目标的开放式基金。相较于主动管理型基金及普通场外指数基金，ETF 具备以下结构性优势：

- **低成本：**境内股票型 ETF 管理费普遍为 0.15%至 0.5%，托管费为 0.05%至 0.1%，显著低于主动权益基金（1.2%至 1.5%）及养老目标 FOF（0.8%至 1.2%）。

- 高透明度：每日通过交易所公布完整持仓明细，投资逻辑清晰可验证，从根本上杜绝风格漂移与基金经理道德风险。
- 充分分散化：单只 ETF 可持有数十至数千只底层证券，有效规避个股或单券的异质性风险。
- 交易灵活便捷：交易时段内可实时连续买卖，资金使用效率远超场外申赎机制，并天然支持定投、网格交易等多样化策略。
- 品种谱系完备：全面覆盖 A 股核心宽基、行业主题、策略指数（红利低波、质量、价值）、跨境资产（美股、港股、日股、德股等）、债券及黄金等大宗商品，为组合构建提供丰富底层模块。

2.2.2 与养老长期资金的四维适配

养老资金具备"超长持有周期、极低流动性需求、绝对收益导向、风险承受能力随生命周期递减"四大核心特征。ETF 在上述四维度展现出高度精准的适配性：

1. 长周期 × 低费率：以 30 年为投资期测算，1% 的年化费率差异通过复利传导将导致终值差距超过 25%。ETF 的低费率优势，实质上每年为养老金账户"隐性增厚"约 0.5% 至 1% 的净收益。

2. 低流动性需求 × 高透明度：养老金在积累期无需频繁赎回，ETF 场内流动性主要用于组合再平衡或目标日期策略调整。高透明度有助于账户持有人建立对产品底层运作的长期信任。

3. 绝对收益导向 × 充分分散化：养老投资的要义并非战胜市场，而是稳定获取市场长期平均回报。核心宽基 ETF 追踪经济体整体增长，在足够长的持有周期下获得正回报的概率高度收敛。

4. 生命周期动态匹配 × 品种丰富性：青年阶段可通过权益 ETF 积极博取增长，临近退休时有序切换至债券 ETF、红利低波 ETF 以控制系统性波动。不同风险收益特征的 ETF 模块可灵活组合，精准匹配完整生命周期。

2.2.3 海外实践的镜鉴

美国 IRA 账户中 ETF 的配置比例呈持续攀升态势。据美国投资公司协会（ICI）统计，2024 年末 IRA 持有 ETF 总规模约 2.8 万亿美元，占 IRA 全部资产的比重超过 22%。其中，权益类宽基 ETF（如 VOO、IVV）及综合债券类 ETF（如 BND、AGG）最受账户持有人青睐。更富启发意义的是，以先锋领航（Vanguard）、贝莱德（BlackRock）为代表的全球顶尖养老金管理机构，已将 ETF

系统性地用作目标日期基金的底层配置工具，通过极致低成本的指数化策略显著提升了长期复合回报。

三、研究方法

本文采用定性分析与逻辑演绎相结合的研究方法。首先，通过梳理养老第三支柱的制度框架与产品现状，识别其核心痛点；其次，基于金融经济学与行为金融学理论，分析 ETF 的固有属性与养老金长期资金需求之间的内在适配性；再次，从资金端、资产端、政策设计及行为金融四个维度，构建 ETF 支持养老第三支柱的传导机理模型；最后，结合现实约束条件，提出分阶段的政策建议。研究未使用计量实证，而是基于公开统计数据（国家统计局、中国养老金融 50 人论坛、ICI 等）与模拟测算进行逻辑推演。

四、结果：ETF 支持养老第三支柱的五大作用

4.1 显著提升长期收益中枢

养老资产配置面临的核心矛盾在于：低风险产品难以有效对抗长期通胀，而高风险产品令缺乏专业知识的个人望而却步。ETF 提供了"机构化、指数化"的权益市场参与路径，使个人投资者得以极低成本分享股票市场长期约 8%至 10%的年化回报（以沪深 300 全收益指数 2005 年至 2025 年区间回测为参照）。模拟测算显示：假设每年足额缴存 12000 元并连续投资 30 年，若全部配置于年化 2.5%的货币基金，终值约为 55 万元；若系统性地投资于沪深 300 ETF（年化收益假设 8%），终值可达约 146 万元。即便充分考虑权益市场波动，合理配置的 ETF 组合仍能使养老资产积累规模实现倍增。

4.2 有效降低投资门槛，破解"不会选、不敢投"

个人养老金账户持有者绝大多数缺乏系统的专业投资训练。ETF 的"一篮子证券"属性，使得以少量资金（一手起投或通过定投分散买入）即可瞬间实现跨资产分散配置，无需对个股进行深度研究。同时，指数投资的被动化逻辑极为简明——"投资国运"的理念易于理解和接受，有效缓解了投资者的心理负担与择时焦虑。进

一步地，借助智能投顾工具，用户可便捷地一键生成"退休目标组合"（如 60%沪深 300 ETF+20%标普 500 ETF+20%国债 ETF），系统定期自动再平衡，将操作复杂性降至最低。

4.3 拓展全球化、跨资产多元配置边界

ETF 的完整产品矩阵使得个人养老金账户得以低成本构建跨越国别和资产类别的分散化投资组合：

- 权益类：沪深 300（大盘价值）、中证 500（中盘成长）、创业板 50（创新成长）、科创 50（硬科技）、标普 500（美股核心资产）、纳斯达克 100（全球科技龙头）、日经 225 及德国 DAX 等跨境宽基 ETF。
- 固收类：国债 ETF、政策性金融债 ETF、公司债 ETF、可转债 ETF。
- 商品类：黄金 ETF、白银 ETF。
- 策略类：红利低波 ETF、质量 ETF、价值 ETF。

这一配置版图远非当前个人养老金仅能触达境内养老 FOF 的局限所能比拟，且不同 ETF 之间天然的低相关性可有效抑制组合整体波动率。当权益市场遭遇系统性下跌时，国债 ETF 与黄金 ETF 往往展现出负相关或低相关特征，提供宝贵的组合缓冲。

4.4 增强组合流动性并降低综合持有成本

与传统场外指数基金相比，ETF 在盘中连续交易时段内可即时完成买卖，为账户持有人提供了更为机动灵活的战术调仓能力。费用层面的节约效应更为显著：个人养老金账户持有 ETF 仅需承担券商交易佣金（当前主流费率约万分之一至万分之二点五），而无需支付场外基金的申购赎回费（申购费率通常 0.1%至 0.15%，赎回费 0.25%至 0.5%）。管理费端，跟踪同一指数的 ETF 产品通常较场外联接基金低 0.1 至 0.3 个百分点。在长达 30 年的投资跨度下，上述费率差异所累积的复利效应将转化为可观的绝对收益增量。

4.5 引导并强化长期理性投资行为

行为金融学的经典实证研究揭示，个人投资者普遍深陷"频繁交易、追涨杀跌、处置效应"等系统性认知偏差。ETF 所内嵌的指数化投资哲学，从机制层面抑制了无谓的择时冲动——投资者买入 ETF 即意味着接受市场贝塔回报，不再执着

于战胜市场，从而大幅减少因错误择时导致的收益损耗。此外，各大券商及第三方平台已广泛支持"ETF 智能定投"功能，以固定周期自动扣款申购，强制执行长期投资纪律。部分机构更推出"目标止盈定投"进阶策略，在达到预设收益率阈值后，自动将持仓转投低波动 ETF，实现收益的系统性锁定。

五、讨论：内在机理与现实挑战

5.1 内在机理

5.1.1 资金端传导机理：长线资金与资本市场的正反馈闭环

个人养老金账户通过 ETF 渠道将居民预防性储蓄有序转化为长期耐心资本。其传导路径清晰可循：居民持续缴存形成稳定长线资金 → 通过定投机制持续配置 ETF 进入 A 股及债券市场 → 显著增加优质权益类资产的长期稳定配置需求 → 降低市场整体短期投机性波动 → 提升资本市场定价效率与系统韧性 → 企业融资成本趋势性下行，支撑长期经营改善 → 上市公司盈利能力与分红水平持续提升 → ETF 净值稳健增长 → 养老金账户资产显著增值 → 居民真实感知"赚钱效应"，主动增缴意愿强化 → 正反馈循环持续强化。这一闭环的关键锚点在于"长线锁定"机制：个人养老金账户设有严格的法定领取条件，从制度根源上锁定持有周期。

5.1.2 资产端传导机理：优化实体经济融资结构与产业升级

第一，形成面向科技创新的"耐心资本闭环"。 科创 50 ETF、创业板 50 ETF 等产品将个人养老金长期储蓄转化为对战略性新兴产业的权益投资，承受创新活动的高失败率与长回报周期，缓解科创企业股权融资瓶颈。

第二，系统性推动上市公司治理改善。 指数化机构投资者通过联合行使投票权、参与股东沟通、推动分红承诺等方式，对上市公司管理层形成市场化约束，提升 A 股整体质量与长期回报。

第三，降低养老体系面临的产业级系统性风险。 宽基 ETF 通过被动跟踪自由流通市值加权指数，自动渐进调整新旧产业比例，使养老资产免于产业结构变迁带来的持久性价值摧毁。

5.1.3 政策设计路径机理：三条现实可行的嵌入通道

路径一：ETF 联接基金 Y 类份额。 允许基金公司发行以旗下 ETF 为主要投资标的的联接基金，将其 Y 类份额纳入合格产品目录，无需重大法规修改。

路径二：个人养老金账户场内交易有限试点。 遴选数家大型券商开展试点，允许养老金资金在封闭管理前提下划转至券商专用账户，买卖指定 ETF，并设置"仅限买入并持有至退休"的交易纪律。

路径三：目标日期 ETF 组合产品创新。 以宽基 ETF 与债券 ETF 为底层模块，设计基于 ETF 的目标日期系列产品，依据下滑曲线模型动态调整配比，有机融合低费率与资产配置功能。

税收递延政策与 ETF 低费率优势之间可产生显著的"双重效率叠加"效应，整体税后实际收益率可较普通理财产品高出约 2 至 3 个百分点。

5.1.4 行为金融机理：克服多重认知偏差的系统设计

默认选项效应的积极运用。 将个人养老金账户的默认投资选项设为"基于年龄的 ETF 生命周期组合"，可借助惯性力量大幅提升权益资产的长期配置比例，而又不剥夺参与者的选择自由。美国《养老金保护法案》的 QDIA 机制已实践这一理念。

框架效应的有效干预。 在养老金账户交互设计中，当市场下跌时不强调"今日亏损金额"，而是突出"本次定投可多获得 XX 份额，平均成本进一步降低"，将注意力从短期损益转移至长期积累。

多机制协同形成良性行为闭环：默认选项 → 定投执行 → 框架支撑 → 收益验证 → 信心强化 → 追加投入。

5.2 现实挑战

挑战一：权益 ETF 高波动性与个人风险承受能力的动态错配，叠加认知偏差。 权益类 ETF 在极端行情下最大回撤可达 30%至 50%。临近退休者风险承受能力下降、损失厌恶上升，形成双重脆弱性。

挑战二：现有账户体系的跨部门协调障碍与技术锁定成本。 银行Ⅱ类托管账户不具备场内证券交易功能，打通银行与券商通道涉及人社、金融监管、税务等多方主体，银行缺乏商业激励，技术对接复杂。

挑战三：产品开放与投资者适当性保护的边界模糊。 放开 ETF 后可能出现向退休储备人群推介高弹性产品的不当销售风险，现有的"单产品适当性匹配"框架难以有效防范组合层面的风险错配。

挑战四：ETF 流动性分层与养老金体量不匹配的系统性冲击。 部分 ETF 日均成交额不足千万元，流动性深度有限。养老金集中申赎将面临显著冲击成本，极端压力时期可能放大市场抛压。

5.3 政策建议

建议一：实施分阶段、分类别的渐进式纳入路径，并建立动态调整机制。

- 第一阶段（1-2 年）：允许通过 ETF 联接基金间接投资于核心宽基 ETF 及国债 ETF，建立流动性筛查标准（日均成交额>1 亿元）。
- 第二阶段（2-3 年）：在试点框架下允许养老金资金直接买卖核准清单内 ETF，严格执行买入持有至退休的锁定规则。
- 第三阶段（3-5 年）：拓展至红利低波、跨境宽基 ETF 等品种，推出"目标日期 ETF 组合"标准化产品，每半年调整合格名单。

建议二：构建"组合层面"的养老金 ETF 精细适当性管理体系。 引入组合整体波动率作为核心风控指标，进行压力测试，确保最大回撤不超过持有人风险承受上限，并对任何偏离建议的操作进行二次确认与风险揭示留痕。

建议三：深度优化税收激励政策，建立长持奖励机制。 分步将年度缴存上限提高至 24000-30000 元，对连续持有养老金 ETF 账户资产超过 10 年的个人给予领取时免征 3%所得税的激励，持有超 15 年给予一次性税收抵免额度。

建议四：系统性强化投资者教育，融入行为科学设计。 联合推出"养老 ETF 定投"权威教育素材体系，在银行及券商 APP 中嵌入"养老金智能投顾"模块，默认推荐基于年龄的 ETF 配置方案，并采用积极框架语言呈现市场波动。

建议五：加快低波动养老型 ETF 产品创新，夯实供给基础。 鼓励研发目标风险 ETF、恒定股债比例自动再平衡 ETF、红利低波动 ETF 等，对其纳入养老金产品池开通绿色审批通道。

六、结论

发展壮大养老第三支柱，是积极应对我国人口老龄化结构性挑战的必由之路。当前个人养老金产品体系在长期收益率中枢、底层资产透明度及配置灵活性等方面存在明显短板。ETF 作为一项低综合费率、高信息透明度、充分风险分散且产品谱

系丰富的被动化投资工具，与养老金长达数十年的复利积累需求之间存在深层次的内在匹配逻辑。

本文的系统分析表明，ETF 能够在提升长期收益潜力、降低大众参与门槛、拓展全球化多元配置边界、节约综合持有成本以及引导长期理性投资行为等五个关键维度发挥不可替代的积极作用。其内在驱动机理贯通资金端、资产端、政策端与行为金融端，形成正反馈闭环。尽管面临权益波动、跨部门协调、适当性保护及流动性分层等现实挑战，但通过分阶段渐进纳入、组合层面精细化管理、阶梯式税收激励、行为科学嵌入的投资者教育以及适配型产品创新，ETF 完全可以成为养老第三支柱的核心底层资产选择。

推动 ETF 与个人养老金制度的战略性深度融合，既是对我国多层次养老保障体系进行技术性完善的有效举措，更是将居民部门庞大的预防性储蓄有序转化为长期耐心资本、促进资本市场长期健康稳定发展与国家创新驱动战略实施协同推进的重大战略选择。未来研究可进一步聚焦于量化测算不同 ETF 配置比例对个人养老金目标替代率的边际影响，探讨默认选项设计的最优下滑路径，以及系统比较不同行为干预工具组合的实际效果。

参考文献

- 国家统计局. (2026). 2025 年国民经济和社会发展统计公报. 中国统计出版社.
- 中国养老金融 50 人论坛. (2025). 中国养老金融调查报告（2025）. 社会科学文献出版社.
- 中国证券监督管理委员会. (2022). 个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定.
- 人力资源和社会保障部, 财政部, 国家税务总局, 原银保监会, 证监会. (2024). 个人养老金实施办法.
- Investment Company Institute. (2025). 2025 Investment Company Fact Book. ICI.
- 巴曙松, & 朱虹. (2024). 中国养老金投资：现状、核心问题与改革路径. 金融研究, (6), 1-18.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291.
- Thaler, R. H., & Benartzi, S. (2004). Save More Tomorrow: Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving. *Journal of Political Economy*, 112(S1), S164-S187.
- 华夏基金管理有限公司. (2025). 公募基金服务个人养老金发展白皮书. 北京.
- 中金公司研究部. (2025). 养老金融系列专题: ETF 在第三支柱中的战略角色与增长空间. 北京.
- 上海证券交易所. (2026). ETF 投资交易白皮书(2025). 上海.