

# 研究报告

(2025 年第 9 期 总第 59 期)

2025 年 11 月 28 日

## 海外成熟 ETF 市场的发展历程和经验启示

清华大学五道口金融学院财富管理研究中心

张晓燕 孙欣钰

**【摘要】** 美国 ETF 市场是全球规模最大的 ETF 市场，拥有全球规模最大的 ETF 产品——标准普尔 500ETF（VOO）。其创新速度快，产品种类繁多，资产类别覆盖全面，并实现了长期稳定的持续增长。美国 ETF 市场持续增长的原因主要有：实物申购赎回机制赋予 ETF 的税收优势；低费率带给投资者的投资成本优势；养老金账户提供了稳定且重要的资金来源；投顾模式推动 ETF 在资产配置中的广泛应用。美国市场的发展经验表明，ETF 市场的成熟不仅依

赖于金融工具的丰富性，更需要与市场基础设施、投资者行为及监管框架形成动态适配。本报告基于对美国经验的系统性总结，并结合中国资本市场新兴加转轨的特殊性，为中国 ETF 市场的发展提供经验启示。

# Research Report

---

November 28, 2025

## The Development History and Experience Implications of Mature ETF Markets Overseas

Research Center for Wealth Management, PBC School of Finance,  
Tsinghua University

Zhang Xiaoyan Sun Xinyu

**Abstract:** The US ETF market is the largest ETF market in the world, with the largest ETF product in the world-the S&P 500 ETF (VOO). It has a fast innovation speed, a wide variety of product types, comprehensive coverage of asset categories, and has achieved long-term stable and sustained growth. The main reasons for the sustained growth of the US ETF market are: the tax advantage given to ETFs by the physical subscription and redemption mechanism; The investment cost advantage brought to investors by low rates; The pension account provides a stable and important source of funds; The investment advisory model promotes

the widespread application of ETFs in asset allocation. The development experience of the US market shows that the maturity of the ETF market not only depends on the richness of financial instruments, but also requires dynamic adaptation to market infrastructure, investor behavior, and regulatory frameworks.

## 目录

<b>1. 引言</b> .....	<b>1</b>
<b>2. 美国 ETF 市场的发展历程和现状</b> .....	<b>3</b>
2.1 ETF 的诞生 .....	3
2.1.1 指数投资 1.0 时代：被动投资理念的兴起 .....	3
2.1.2 指数投资 2.0 时代：ETF 的诞生 .....	6
2.2 美国 ETF 市场概述 .....	8
<b>3. 美国 ETF 市场的成功经验</b> .....	<b>11</b>
3.1 美国 ETF 市场的规模增长 .....	11
3.2 美国 ETF 市场增长背后的原因分析 .....	12
3.2.1 ETF 的税收优势：实物申赎机制减少资本利得分配 .....	12
3.2.2 ETF 的成本优势：低费率降低投资成本 .....	14
3.2.3 养老金账户：共同基金市场稳定且重要的资金来源 .....	16
3.2.4 投顾模式转变与投资者教育：推动 ETF 在资产配置中的广泛应 用 .....	20
3.2.5 政策支持与监管优化：简化 ETF 发行程序并鼓励产品创新 .....	21
<b>4. 美国 ETF 市场发展面临的挑战</b> .....	<b>22</b>
4.1 迎合投资者情绪的主题 ETF 会损害投资者收益 .....	22
4.2 基于衍生品的 ETF 会加剧市场波动 .....	23
4.3 非市值加权指数 ETF 会加剧小市值成份股的价格波动 .....	24
<b>5. 美国 ETF 市场对中国市场的经验借鉴与启示</b> .....	<b>26</b>
5.1 构建“包容审慎”的监管框架，平衡创新激励与风险防控 .....	26
5.2 以养老金入市为契机，培育长期资金主导的市场生态 .....	27
5.3 深化“产品-工具-服务”三维创新，突破同质化竞争瓶颈 .....	28

5.4 依托金融科技赋能，打造“普惠型”ETF投资基础设施.....28

## 1. 引言

近年来，全球资本市场中交易所交易基金（Exchange Traded Funds, ETF）的快速发展引发广泛关注。作为兼具开放式基金与股票交易特性的创新金融工具，ETF自1993年在美国市场诞生以来，凭借其低成本、高透明度、灵活交易等优势迅速崛起。截至2023年，全球ETF资产管理规模已突破11万亿美元，其中美国市场占比超过70%，其产品体系涵盖股票、债券、商品、另类资产等多个领域，并衍生出杠杆型、反向型、ESG主题等多元化策略，成为机构与个人投资者优化资产配置的核心工具之一。

相比之下，中国ETF市场虽起步较晚（2005年首只ETF上市），但发展势头迅猛。据中国证监会数据，截至2025年3月底，境内ETF总规模已突破3.8万亿元人民币，产品数量超过1120只，覆盖宽基指数、行业主题、跨境资产等多个类别。然而，与成熟市场相比，中国ETF市场仍面临产品同质化严重、衍生品工具配套不足、投资者结构单一（以机构为主）、二级市场流动性分化明显等问题。在此背景下，系统梳理美国ETF市场三十年的发展逻辑与创新经验，对中国完善多层次资本市场、推动资管行业转型、服务实体经济高质量发展具有重要参考价值。美国拥有全球最大、最成熟的ETF市场，其发展历程对中国市场具有重要借鉴意义。目前，美国ETF市场已涵盖4000余只产品，涉及指数跟踪、行业主题、因子策略等多元化领域，成为全球规模最大、流动性最强的ETF市场，其成交量占股市总成交量的30%，远超欧洲（13%-15%）和亚太地区。

目前国内关于 ETF 的研究多集中于产品设计、定价效率或短期市场影响分析，而对发展历程的系统性研究相对匮乏。本研究通过构建“制度演进-市场结构-产品创新”三维分析框架，深入解析美国 ETF 市场发展的内生动力与外生驱动因素，可填补国内在跨境金融产品比较研究领域的理论空白。同时，结合新结构经济学中的“要素禀赋-制度适配”理论，探讨后发市场借鉴国际经验的路径选择问题，为金融创新扩散理论提供新的实证支持。

2023 年中央金融工作会议明确提出“加快建设金融强国，推动股票发行注册制走深走实，健全多层次资本市场体系”。作为提升市场有效性、引导长期资金入市的重要载体，ETF 的健康发展关乎资本市场改革全局。通过总结美国市场在监管规则迭代（如 SEC 的“ETF Rule”）、做市商机制优化、养老金（401k 计划）与 ETF 协同发展等方面的实践经验，可为中国监管部门完善 ETF 产品注册机制、丰富风险管理工具、引导长期资金配置提供政策启示。同时，对基金公司而言，借鉴美国头部资管机构（如贝莱德、先锋集团）在智能投顾服务、定制化指数开发、跨境产品布局等方面的创新策略，有助于提升中国资管行业的国际竞争力。

本报告重点围绕以下内容展开。首先，分析美国 ETF 市场的阶段性特征与驱动机制，划分 1993-2000 年（萌芽期）、2001-2008 年（扩张期）、2009-2020 年（创新期）、2021 年至今（结构性转型期）四大发展阶段，结合宏观金融环境（如利率周期、监管政策）、技术创新（如电子交易平台、大数据指数编制）与市场需求变化（如养

老金入市、零售投资者崛起)，揭示不同阶段的核心增长逻辑。其次，梳理美国市场中产品创新与市场结构演变的内在关联，分析美国ETF从传统宽基指数向主动管理型、因子策略型、主题投资型（如AI、区块链）的转型路径，探讨产品创新如何重塑市场参与者的行为模式。例如，智能Beta ETF的兴起推动因子投资从学术理论向大众化工具转化，而零佣金交易平台的普及则显著降低了零售投资者的参与门槛。接着，比较中美市场的差异并剖析其根源，对比两国ETF市场的流动性指标（如日均换手率、买卖价差）、费用水平（管理费率、跟踪误差）及投资者结构差异，从制度环境（如税收政策、做市商激励）、市场成熟度（衍生品对冲工具完善程度）、文化认知（被动投资理念接受度）等角度解释差异成因。最后，提出中国市场的适应性改革路径：短期内完善做市商考核机制与流动性支持工具，中期推动ETF纳入养老金投资范围并发展期权等风险管理工具，长期通过沪港深ETF互通、QDII额度扩容等举措深化跨境市场联动。同时强调需规避美国市场过度复杂化（如杠杆ETF助长投机）的潜在风险，建立符合中国国情的投资者适当性管理体系。

## 2. 美国ETF市场的发展历程和现状

### 2.1 ETF的诞生

#### 2.1.1 指数投资1.0时代：被动投资理念的兴起

ETF（Exchange Traded Fund，交易型开放式指数基金）作为一种指数型基金，其诞生源于被动投资理念的兴起。20世纪伊始，学

术界的研究人员开始运用严谨的数学方法，探究金融证券是如何以不可预测和随机的方式来运作的。1933年，学术研究首次通过实证方法证明，投资顾问等专业投资者并不能成功预测市场。此外，另一个领域也日益受到人们的重视，即评估整个股市的表现。彼时的人们都不清楚，股票的长期收益到底是多少，投资者到底能从股市里获取多少长期回报。1960年，华尔街的证券公司想要打广告，明确指出对普通人来说股票是一种很好的投资工具，但这需要他们提供能令大众信服的证据。由此为契机，证券价格研究中心(Center for Research in Security Prices, CRSP)成立了，收集了股票的历史数据，并计算了包含分红在内的收益率、不包含分红的收益率，以及不同税率假设情况下的股市收益率。该中心的研究表明，如果有人人在1926年将资金投入纽约证券交易所上市的所有股票，并且把所有的分红再投入，那么到1960年，其年化收益率将达到9%；即使有人在20世纪20年代的牛市顶点，也就是1929年大崩盘之前的高位进行投资，也能获得7.7%的年化收益率；如果是从1950年开始计算，年化收益率更是能达到10%以上。这些结果的确使得许多投资者开始重新审视他们的观点，一直以来他们都认为，只有债券满足“既安全，又有高收益”的要求。

一石激起千层浪。根据证券价格研究中心的数据，其他研究人员还有一个重要发现，那就是美股整体的长期回报，实际上比投资信托和共同基金的平均收益率还要略高一些。一些业内人士逐渐开始深思，专业基金经理似乎并不能战胜市场。这背后的原因可能有：

共同基金通常会收取 8% 的申购费，同时每年还要收取管理费；共同基金和投资信托，通常不是满仓持有股票的，而是会保留一部分现金，来应对投资者的赎回或是便于抓住某个突然出现的投资机会；股票有“随机游走”的特性，没法准确且持续地预测股价。不过，20 世纪 60-70 年代，共同基金行业正在蓬勃发展，当时的互联网也没有普及，信息流通速度很慢，所以学术界的这些发现并没有得到很多关注。

真正将随机游走理论构建成一个动态、多层次的模型，并描述市场如何运作以及投资者应该如何应对的，是三位著名学者。他们的研究，为席卷而来的被动投资浪潮奠定了学术基础。哈里·马科维茨用量化的方式展示出如何更好地平衡风险和收益，提出“现代投资组合理论”，证明同时投资于多只股票可以更好地分散风险。威廉·夏普在此基础上，提出了“资本资产定价模型”，该模型的突破性意义在于，提出了“风险调整后收益”这个概念。也就是说，应该基于收益的波动情况，来衡量一只股票或一位基金经理的表现。该模型还表明，对大多数投资者来说，最好的方式就是投资整个市场，因为它反映了风险和收益之间的最佳平衡。这为后来指数基金的发明奠定了理论基础。众人拾柴火焰高，推动这些思想发展成为一场全面革命的，还要归功于另一位经济学家——尤金·法马。他构建了一整套成熟的理论，来精确地解释为什么一个“全市场投资组合”是最优的。法马提出了“有效市场假说”，即：在一个有效市场里，有那么多聪明的交易员、分析师和投资者在互相竞争，这意

意味着在任意时刻，所有已知的相关信息已经全部反映在股价中，任何新出现的信息也都会立刻反映到价格里。

学术界的思想逐渐渗透到了金融界。20世纪70年代，业界出现了面向养老金、捐赠基金等大型机构投资者的指数基金。尽管当时指数基金还没有向普通投资者普及，但其低费率的好处已经让美国养老金领取者开始受益。普通个人投资者接受指数基金，经历了一些曲折。一方面，普通投资者较少接触学术圈，他们完全不了解那些揭露共同基金经理的投资回报有多么糟糕的学术研究；另一方面，普通投资者总是想要追求极高的收益，他们不满足于一个与市场挂钩的收益，因为这在他们看来，只是平庸的回报。但后来的故事，就是学术界的秘密逐渐向大众公开，也出现了面向普通投资者的低成本指数基金。1976年6月，先锋领航推出第一指数投资信托（First Index Investment Trust），这是全球首只面向公众的指数基金，标志着被动投资时代的开启。

### **2.1.2 指数投资 2.0 时代：ETF 的诞生**

ETF是在初代指数基金的基础上，诞生的第二代指数基金，是投资史上最具影响力的发明之一。比起初代指数基金，ETF对重塑金融业的贡献要更大，这种新型而便利的投资工具，帮助更多人了解了指数基金，让被动投资理念为越来越多的人所接受。

ETF的源起，既离不开富有创造力和想象空间的金融工程师，也离不开美国证券交易委员会对1987年“黑色星期一”的事后调查

与反思。20世纪80年代，美国证券交易所<sup>1</sup>的产品开发部主管为帮助交易所摆脱各种丑闻和被竞争对手（纳斯达克）压制的困境，想创造一种“让指数基金像股票一样在一天之内完成交易”的产品，这种可实时交易的指数基金份额能为投资者提供更多的流动性。这种灵感来自于商品仓单的交易效率。当货商把商品储存好之后，就得到一份商品仓单，之后就可以直接交易仓单，而不需要一直来回搬运这些实物商品（如：椰子油、原油或黄金等），这比实体交易要方便得多。借鉴仓单的概念，这位产品开发部主管意识到美国证券交易所可以建立一种合法仓库，用来存放标普500等指数里的股票，然后让人们交易这个仓库的份额列表。这就是后来的交易所交易基金(ETF)，指数基金进化史的下一个阶段。

另一方面，美国证券交易委员会(SEC)在对1987年10月19日的股市崩盘事件进行仔细调查后，公布了一份详尽的调查报告，其中提到：如果投资者能够通过某个单一的产品来交易一篮子股票，情况也许可以有所改善。这在监管层面上孕育了可交易型指数基金诞生的土壤，SEC希望这种产品能够在市场和单只股票之间起到缓冲器的作用，降低个股剧烈波动对市场的连锁冲击和引发系统性风险的概率，提升市场稳定性。ETF的底层设计正是源于股灾后对流动性风险对冲工具的需求，通过其做市商机制和二级市场交易功能，可以解决股灾期间暴露的流动性短缺问题，降低市场极端情况下的

---

<sup>1</sup> 美国证券交易所成立于1908年。20世纪70年代，美国证券交易所是美国第二大证券交易所。2008年，它被纽约证券交易所以2.6亿美元收购。

交易摩擦。

## 2.2 美国 ETF 市场概述

在美国证券交易所和道富银行的合作下，首只 ETF 产品于 1993 年 1 月 29 日正式开始交易，这只新产品的名字被确定为“标准普尔存托凭证”（SPDR）。起初，SPDR 的增长速度很缓慢，交易量也逐步下降，这要归根于整个 ETF 行业并没有天然的支持者。一方面，SPDR 不向投资顾问和股票经纪人支付销售费用，这意味着他们没有动力介绍自己的客户去购买它；另一方面，虽然 SPDR 能像股票一样进行交易，但它不能为银行赚取承销费用。在支持人士的努力下，SPDR 最终坚持了下来，并从 1995 年开始起飞，从此一路驰骋而去。如今，起初的 SPDR，也即 SPY，是一个管理着 5593 亿美元的庞然大物，而 SPDR 系列的 ETF 一共有 143 只产品。

1996 年，巴克莱全球投资公司（BGI）发行了“世界股票基准份额”（WEBS），在它的招股说明书里，第一次使用了“交易所交易基金”（ETF）这个词。与 SPDR 的信托结构不同，WEBS 由一系列可交易的共同基金组成，这些共同基金追踪着 17 个 MSCI 指数。2000 年 5 月，WEBS 更名为安硕（iShares），并发布了大量新的 ETF，追踪指数从标普 500 到小盘股、价值股、成长股等。2009 年 6 月，贝莱德从巴克莱手中买下了 BGI，并为 BGI 已领先于行业的指数基金和 ETF 业务提供了超强动力。如今，贝莱德是一家管理着超过万亿美元资产的巨头，旗下有只 ETF 产品。其中，iShares 系列 ETF 有 417 只产品，管理规模达 4.23 万亿美元，占公司总 AUM 的 37%，

贡献了 41% 的管理费收入。

先锋领航在开创面向普通投资者的低成本指数基金方面，是行业的龙头老大。但在 ETF 这件事上，先锋领航姗姗来迟，在 2001 年以“ETF 作为共同基金子份额”的专利设计进入 ETF 领域。该架构使旗下 ETF 产品具备低费率和节税优势，从而吸引长期资金持续流入。先锋领航在 ETF 市场实现后发赶超，主要依托其低成本战略、专利架构创新和生态协同效应。首先，先锋领航采取低费率战略，旗下 ETF 基金以美国+全球的宽基指数为主，高费率的主动/创新产品规模相对较小，目前加权平均综合费率仅 0.05%；其次，先锋领航持有人即股东的股权结构和将 ETF 作为共同基金子份额的专利架构，使其在成本控制和税收方面有较大优势，进而推动其共同基金规模快速提升，成本优势也持续扩大<sup>2</sup>；最后，先锋领航十分重视投资顾问业务，这是其拓宽渠道的主要抓手，也推动了资金虹吸效应。当前，先锋领航旗下的标准普尔 500ETF（VOO）资产规模超越了道富银行旗下的 SPDR 标普 500 信托基金（SPY），成为全球规模最大的 ETF 产品。

从规模增长和产品结构的视角分析，美国 ETF 市场的整体发展脉络呈现为：

在最初的十年，即 1993-2000 年，ETF 市场以跟踪宽基指数的被动型产品为主，规模较小。1998 年，行业 ETF（如金融、能源、科技）陆续推出，产品种类逐步丰富。截至 2000 年，全球仅有 88 只

---

<sup>2</sup> 2023 年先锋旗下 ETF 和共同基金的平均费率 0.08%，显著低于行业平均的 0.44%。

ETF，总资产规模仅为 700 亿美元，相比之下，当时全市场有 500 多只指数基金，总计管理着 4260 亿美元的资产。

2000 年后，ETF 进入高速增长期，年均资产增速超过 20%。首先，互联网泡沫破裂后，ETF 不断创新，产品类别扩展至宽基、行业、主题等多元化资产。其次，2008 年金融危机后，ETF 规模快速扩张。截至 2010 年，ETF 数量上升至 2621 只，总规模突破 1 万亿美元，但依然要比传统指数基金管理的 1.5 万亿美元略小一些。

此后，随着投资者对低成本、高流动性和多样化策略需求的激增，市场加速扩容。到了 2020 年年底，全球 ETF 的数量接近 7000 只，管理规模达到 7.7 万亿美元。从数量上看，这已经是传统指数基金数量的两倍多；从规模上看，两者相差不大，另外这个规模也快赶上主动基金的总规模了。

近年来，创新产品（如 Smart Beta ETF、杠杆 ETF）不断涌现，满足多样化投资需求。截至 2023 年底，美国 ETF 总资产规模已突破 6 万亿美元。2024 年更是迎来爆发式增长，全年资金净流入超过 1 万亿美元，总资产跃升至 10.6 万亿美元，创历史新高。总体来看，权益类 ETF 始终占据主导地位，2024 年占比达 70%（规模约 7.1 万亿美元），固收类 ETF 占 19%，商品及其他类型占 11%。投资策略上，被动指数型 ETF 占比 74%，指数增强型占 19%，主动管理型占 7%，但后者在 2024 年新发产品中占比超过 80%，显示策略创新加速。市场集中度极高，贝莱德（iShares）、先锋领航（Vanguard）和道富环球（State Street）三大机构占据 75% 的市场份额，前五大 ETF

产品占市场总规模的 30%。

### 3. 美国 ETF 市场的成功经验

#### 3.1 美国 ETF 市场的规模增长

2008 年以来，美国指数基金增长迅猛，从不足万亿美元增长至超过 10 万亿美元。根据 ICI 数据测算（指数型股票基金=指数股票共同基金+ETF 中指数占比\*股票 ETF），指数基金净资产规模在 15 年时间翻了 10 余倍，截至 2024 年末已达 10.8 万亿美元。从资金流动来看，2008 年以来指数基金持续挤占主动产品的资金流，连续 15 年保持资金净流入，主动股票基金则转为净流出，且直到 2023 年持续保持净流出态势。以投向美国本土的股票基金为例，2014 年-2023 年主动产品累计净流出高达 2.41 万亿美元，而指数类产品净流入 2.55 万亿美元，其中 ETF 产品是资金净流入的主要方向，累计净流入 1.96 万亿美元。值得一提的是，2021 年指数股票基金规模首次超越主动产品，到 2023 年占比已达 55%，相比 1999 年的 10% 持续快速提升。其中，股票 ETF 产品贡献核心增量，2008-2023 净资产 CAGR 达 17%。

美国市场中指数股票基金规模增长的背后，低利率环境、美股熊短牛长的特点，以及费率优势是重要驱动因素。首先，2008 年是美国指数基金开启长期、持续规模增长的首年，背后重要的驱动因素是长短端利率的快速下行。低利率时代下，美股熊短牛长的优势凸显，权益类资产长期收益表现更佳，且指数基金相对主动产品波

动更可控，成为重要的资产配置工具。其次，指数类产品费率长期保持下滑趋势，从 1990 年代的约 0.25% 降至 2023 年的 0.05%，进一步放大收益，主动基金“跑输率”大幅提升，2008-2024 年美国本土主动股票基金平均有 65% 的产品跑输指数基准。在此背景下，ETF 在居民端渗透率快速增长，持有 ETF 产品的家庭从 2002 年的 109 万户提升至 2023 年的 1520 万户，渗透率从 1% 增长至 12%。同时养老金资金如 DC/IRA 持续加大对指数基金的配置，配置比例从 2000 年的 4%/2% 提升至 2024 年的 17%/7%，持续贡献指数基金净资产的 4 成以上。

## 3.2 美国 ETF 市场增长背后的原因分析

### 3.2.1 ETF 的税收优势：实物申赎机制减少资本利得分配

美国税收体系下，投资者通过共同基金或 ETF 参与股市时，面临的两大主要税种是资本利得税和股息税。有关股息税的规则，共同基金和 ETF 一致，合格股息适用于长期资本利得税率，普通股息按普通所得税率征收。有关资本利得税的规定，共同基金和 ETF 有所异同。相同的点是，投资者在赎回共同基金份额或卖出 ETF 份额时，都需要缴纳资本利得税，税率取决于持有时间的长短和收入的高低。不同的点是，即便投资者未赎回基金份额，共同基金在买卖底层资产时产生的资本利得也需要按比例分配给投资者，投资者需按照普通所得税率或长期资本利得税率缴纳税收；而 ETF 通过“实物申赎”机制减少了资本利得分配，通常仅在投资者卖出 ETF 份额时才会触发应税事件。以大额赎回为例，共同基金在面临大额赎回

时会有较大税收压力，因为基金管理人需出售一部分股票仓位，这会确认资本利得并分配给其他基金持有人；而 ETF 面临大额赎回时，投资者需拿着一篮子股票去兑换这些份额，在这个过程中并没有现金参与交换，所以也不会确认资本利得税，只有当投资者确实卖出了 ETF 份额时才会收取资本利得税。

除了 ETF 的“实物申赎”机制减少资本利得分配带来税收优势外，ETF 相比共同基金的节税优势还来源于以下三个方面：（1）低持仓换手率。基金管理人在进行底层股票买卖时，需要缴纳由此产生的资本利得税，该税负由基金持有人共同承担。相比共同基金，ETF 的股票买卖、调仓次数少，因此买卖股票产生的资本利得也有限；（2）ETF 在面对投资者实物赎回的过程中，基金管理人可以选择将税基较高（即买入价较低的）的股票作为一揽子成分股实物赎回，保留下税基较低的股票，进而为剩余投资人节约资本利得税<sup>3</sup>；（3）若市场变化使得 ETF 基金需要通过仓位调整实现再平衡，则可配合做市商通过大量的实物申购赎回，将高税基的股票仓位“清洗”出去，替换为税基更低的股票，使基金整体的资本利得税降至较低水平。

因此，相比共同基金，ETF 有较强节税优势，这也是 ETF 除了交易便利和低成本之外的另一大吸引力所在。

表 3.1 共同基金和 ETF 的税收比较

---

<sup>3</sup> 美国 Section 852(b)(6) 法案规定，若基金公司性质为受监管投资公司（RIC，多数 ETF 均采用该架构），则在实物申赎的时候不用确认任何资本利得，在最终出售一揽子股票的时候才会确认。

税种	共同基金	ETF
资本利得税	<p>基金经理调仓或投资者赎回份额时，基金需通过现金交易卖出底层资产，可能产生应税资本利得。</p> <p>无论投资者是否赎回基金份额，基金买卖底层股票产生的资本利得均需按比例分配给投资者，投资者需按照普通所得税率（短期资本利得）或长期资本利得税率缴纳税收。</p>	<p>ETF 调仓次数少，持仓换手率低，因此买卖股票产生的资本利得低。</p> <p>ETF 采用实物申购赎回机制，底层资产交易不直接触发应税事件，减少了资本利得分配。</p> <p>投资者仅在卖出 ETF 份额时需缴纳资本利得税，且税率根据持有期限划分（短期≤1 年，长期&gt;1 年）。</p>
股息红利税	<p>因基金频繁调仓，导致部分股息不符合合格股息条件。</p> <p>股息分配可能包含更多普通股息，需按照普通所得税率纳税（10%-37%）。</p>	<p>ETF 持仓换手率低，合格股息占比更高，可适用长期资本利得税率（0%/15%/20%）</p>

### 3.2.2 ETF 的成本优势：低费率降低投资成本

指数化投资在美国市场诞生并持续发展壮大的一大原因是其低费率。指数型基金通常旨在复制特定指数的回报，投资组合经理会买入并持有目标指数中的所有证券或其代表性样本，这种投资组合管理方法使得指数型基金的费用率往往低于平均水平。相比之下，主动管理型基金经理拥有更大的自由度可以增加或减少其投资组合对特定行业或证券的敞口。基于主动管理型基金经理对股票或债券、市场部门或地理区域等的深入研究，投资者有机会获得超额回报，这些特点使得主动管理比指数型基金的管理成本更高。但是，当部分投资者意识到收取高额费用的主动基金经理并不能带来超额收益时，他们毅然转向了费用更低的被动基金。对养老金等长期机构投资者来说，被动基金的低费率在长期复利影响下为他们节省的费用

不容小觑。根据 ICI 数据，2023 年美国指数型股票基金平均综合费率仅 0.05%，较 21 世纪初的 0.27% 大幅下降，也显著低于主动管理型股票基金 0.65% 的费率。

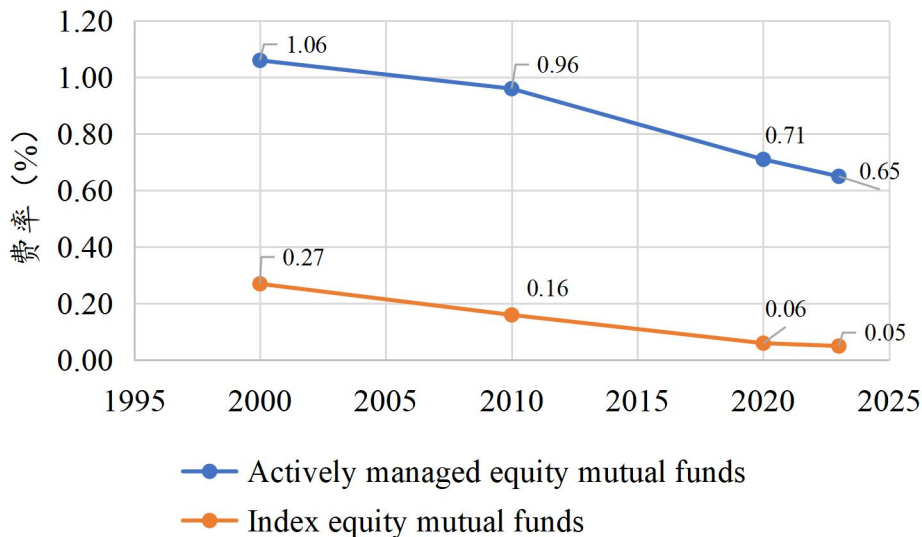


图 3.1 主动管理型基金和指数型基金费率比较

数据来源：Investment Company Institute

指数型基金费率低于行业平均水平的原因在于：首先，投资组合管理方式具有低成本优势。指数型基金采用被动管理策略，通常不频繁调整，换手率较低，这种低交易频率直接降低了运营成本（如佣金、买卖价差和市场冲击成本），使费率天然具有成本优势。其次，资产配置聚焦低成本标的。指数型基金的资产高度集中于跟踪美国大盘股指数（如标普 500 指数），而主动管理型基金资产广泛分散于不同市值、国际市场或细分行业的股票，这往往伴随更高的研究成本和交易费用。最后，指数型基金往往比主动管理型基金规模更大，规模经济效应帮助降低了费率。2023 年底数据显示，股票

型指数基金平均规模达 112 亿美元，远超主动管理型基金 22 亿美元的平均规模。此外，指数基金同质化竞争激烈，这推动基金管理人持续主动降费，而大量中长期资金对费率低廉基金产品的青睐驱动指数产品规模持续提升，这又进一步放大了规模经济和成本优势，形成正向循环。

综上，指数产品天然具备费率优势，对投资者而言投资成本显著低于主动。过去二十年来，指数基金的成本优势放大其收益优势，主动基金“跑输率”大幅提升。根据标普公司统计的主动基金年度记分卡，2001-2007 年全球主动型股票基金中跑输指数基准的数量占比均值为 59.9%，但 2008-2024 年这一均值显著提升至 65.3%，其中 2021-2024 年均值高达 74.5%；美国本土的主动型股票基金中，2001-2007 年跑输率均值为 53.1%，2008-2024 年也明显提升至 65.2%，其中 2023、2024 年分别有 75.0%、76.6% 的产品跑不赢指数。

### 3.2.3 养老金账户：共同基金市场稳定且重要的资金来源

美国家庭的退休金依赖于多种资源的组合，每种资源所扮演的角色随着时间的推移而变化，并且因家庭而异。具体来看，美股家庭的退休金来源可分为五层：社会保障，住房所有权，雇主发起式退休金计划（私营部门和政府雇主计划，包括固定收益[DB]计划和固定缴款[DC]计划），个人退休账户（IRA）和其他资产。

20 世纪 70 年代，美国推动养老金体系改革，在 DC 计划中引入 401 (k)，并创设 IRA 账户。雇主发起式退休金计划、个人退休账户

和年金在美国退休金体系中占据着重要地位。截至 2023 年底，专门用于退休的资产达 38.4 万亿美元，占美国家庭总金融资产的近三分之一。退休资产中最大的组成部分是个人退休账户（IRA）和雇主发起式 DC 计划（包括 401（k）计划），加起来占有所有退休市场资产的 63%。

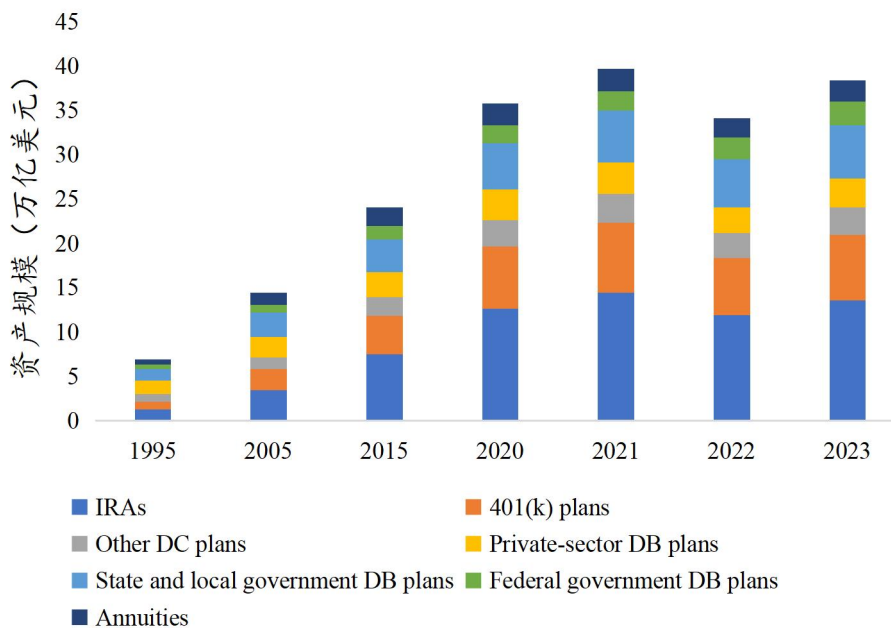


图 3.2 美国家庭退休资产规模

DC 计划在退休储蓄中发挥着越来越大的作用，其在雇主发起式退休计划（即 DB 和 DC）总资产中的占比，从 1993 年的不到三分之一增加到 2023 年底的近一半。401（k）计划是最常见的 DC 计划，占 DC 计划总资产的 69.81%<sup>4</sup>。典型的 401（k）计划提供全方位的投资选择，通常包括国内股票基金、国际股票基金、国内债券基金和

<sup>4</sup> 截至 2023 年末，DC 计划资产规模为 10.6 万亿美元，而 401（k）计划的资产规模为 7.4 万亿美元。

目标日期基金等 28 种投资选择。绝大多数 401 (k) 计划参与者都通过股票基金、平衡基金（包括目标日期基金）或直接买入公司股票参与了股票投资。根据 ICI 和员工福利研究所（EBRI）的研究，截至 2022 年底，97% 的 401 (k) 计划参与者在其 401 (k) 账户中至少持有一些股票。

进一步观察美国家庭对退休资产的配置选择，共同基金自 2009 年以来一直占据着约一半的资产配置比例。截至 2023 年底，DC 计划中有 51% 的资产投资于共同基金。其中，401 (k) 计划有 7000 万活跃参与人，资产规模达 7.4 万亿美元，65% 的资产（即 4.81 万亿美元）投资于共同基金。因此，DC 计划是美国共同基金市场重要且稳定的资金来源。

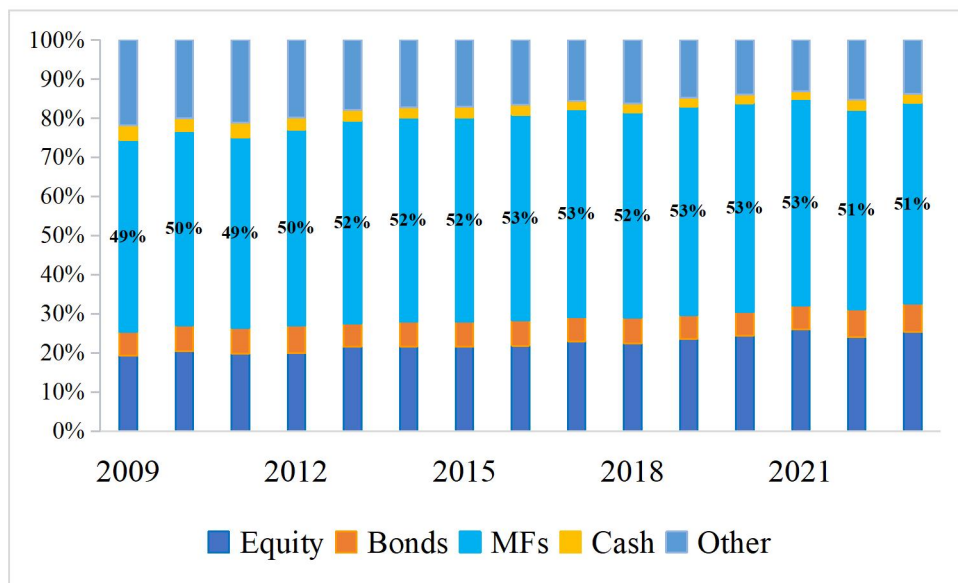


图 3.3 DC 计划的资产配置

IRAs 也是美国退休储蓄的重要组成部分。截至 2023 年末，IRAs 资产规模为 13.6 万亿美元，占美国退休账户总资产的 35%。其

中，43%的 IRAs 资产（即 5.85 万亿美元）投资于共同基金。最常见的 IRA 类型被称为传统 IRA，是根据 1974 年《雇员退休收入保障法》（ERISA）创建的。1998 年，首次推出 Roth IRA 账户，这是一种税后基础上的缴费型退休金工具。

表 3.2 美国家庭 IRAs 账户概述

IRAs	
5600 万美国家庭持有 IRAs	
2023 年末，资产规模为 13.6 万亿美元	
43% 的 IRA 资产投资于共同基金	
Traditional IRAs	Roth IRAs
资产规模为 11.4 万亿美元	资产规模为 1.4 万亿美元
其中：71% 的账户持有共同基金	其中：72% 的账户持有共同基金
31% 的账户持有 ETFs	35% 的账户持有 ETFs

综上，共同基金在 DC 计划（如 401（k）计划）和 IRA 中发挥着重要作用。截至 2023 年底，共同基金占 DC 计划资产的 51%，占 IRA 资产的 43%。投资者在 DC 计划中持有的共同基金资产（6.1 万亿美元）略高于 IRA（5.8 万亿美元）。同时，DC 计划和 IRA 中持有的共同基金资产在共同基金资产中占很大份额，特别是长期共同基金资产。截至 2023 年底，11.9 万亿美元的共同基金退休资产占有所有共同基金资产的 47%。鉴于长期性和退休储蓄的重要性，大多数家庭退休账户的共同基金都投资于长期共同基金（股票、混合和债券基金）。截至 2023 年底，DC 计划和 IRA 中持有的长期共同基金资产为 11.1 万亿美元，占退休账户中共同基金资产的 93.3%。

美国指数型长期共同基金约有 4 成以上的净资产来自 DC 计划和 IRA 账户资金，且该比例自 1990 年代以来便保持相对稳定。截至

2024年6月末，DC+IRA资金投资于指数型长期共同基金的规模合计约2.9万亿美元，占全部指数型长期共同基金的比例达45%，其中DC计划持有29%，IRA账户持有16%。整体来看，DC计划和IRA账户资金的持续流入推动了指数基金的大发展，而指数基金规模壮大又进一步放大成本优势，带动中长期资金良性循环。

### 3.2.4 投顾模式转变与投资者教育：推动ETF在资产配置中的广泛应用

2008年后，次贷危机使得美国金融机构的业务逐渐转型，美国的投资顾问数量明显增长，同时金融科技的进步推动美国投顾行业进一步发展。ICI的调研结果显示2023年美国基民持有的基金里有超过1/3的比例是由投顾推荐购买的，可见投顾在美国基民选择基金过程中发挥了较重要的作用。而由于大部分美国投顾的收费模式为按管理规模的一定比例计提费用，因此投顾往往更倾向于推荐客户持有历史收益更高且费率更低的被动型产品。

美股熊短牛长的特性使得指数基金长期也能取得亮眼的投资收益，且相对主动产品波动较为可控，在低利率时代逐渐成为居民青睐的资产配置工具。根据美联储数据，2008-2023年居民配置的共同基金、股票及ETF资产CAGR分别达6%、7%；占比也持续提升，股票及ETF在居民金融资产中配置比例，从2008年的12%快速上升至2015年的19%，此后持续上行，2024年第二季度达到27.6%，配置规模达到34万亿美元。同时，ICI（Investment Company Institute，投资公司协会）在2024年开展的美国居民投资情况调查显示，持有

ETF 产品的家庭从 2002 年的 109 万户提升至 2023 年的 1520 万户，CAGR 为 13.4%，渗透率从 1.0% 增长至 11.6%。

### 3.2.5 政策支持与监管优化：简化 ETF 发行程序并鼓励产品创新

美国证监会(SEC)通过灵活的监管政策为 ETF 发展提供支持，例如允许主动管理 ETF 的推出。尽管美国证监会早在 1990 年代就为 ETF 提供了监管豁免机制 (Exemptive Relief)，以解决其产品特性和现有监管规则不匹配的问题，到 2019 年已经发出了超 300 份个案豁免。但申请豁免通常需要较长时间和较大的成本，尤其对于新的 ETF 发行人而言，监管豁免通常需要数月才可完成。2008 年，美国证监会提议推出 ETF 新规“6c-11”，允许对满足条件的 ETF 产品免除原有的豁免流程，释放 ETF 政策宽松预期。2019 年该规则正式落地，允许大部分 ETF 在 1940 年《投资公司法》的框架下运作并直接上市，而无需花费额外的成本来申请个案豁免，成为美国 ETF 监管现代化改革的标志性成果。此后美国 ETF 产品新成立数量快速增长，2023 年达到 518 只，较 2018、2019 年超翻倍提升。此外，允许主动管理 ETF 使用定制篮子 (Custom Basket) 降低持仓信息透明度，贴合主动 ETF 信披需求。定制篮子指的是 ETF 管理人可以披露与实际持仓有一定比例差异的申购赎回清单，这种信息披露方式较好地规避了主动 ETF 产品面临的交易抢跑风险，一定程度降低了主动 ETF 产品的持仓透明度，也成为后续助推主动 ETF 产品繁荣发展的重要政策基础。2019-2023 年美国主动 ETF 净资产增长迅速，CAGR 达 50.9%。2020 年美国进一步优化 ETF 监管规则，支持参与场外衍生

品交易，并规定参与交易前需制定风险管理计划，以应对可能产生的杠杆风险、市场风险、交易对手风险、流动性风险、运营风险和法律风险。其中针对杠杆风险，需设置明确的风险价值（VaR）限额。同时，进一步扩大 6c-11 的适用范围，纳入杠杆/反向 ETF，促进该类产品进一步发展。

## 4. 美国 ETF 市场发展面临的挑战

2019 年，SEC 批准“不透明主动管理 ETF”，允许隐藏实时持仓以保护策略机密；2024 年，加密货币 ETF（如比特币现货 ETF）和复杂期权策略 ETF（如缓冲型、杠杆型）的推出，进一步扩展了资产类别和应用场景。大量激增的 ETF 已经完全抹去了主动和被动之间那条模糊的界限。

### 4.1 迎合投资者情绪的主题 ETF 会损害投资者收益

近年来，投资者已经能够买到各种各样的主题式 ETF，希望能从中赚到收益。这些主题如此之多：全球流行的肥胖症、网络游戏、千禧一代的崛起、威士忌产业、机器人技术、人工智能、清洁能源、太阳能、自动驾驶、铀矿开采、让更多女性成为董事会成员、云计算、基因组学技术、社交媒体、发展中国家的收费公路、水净化、反向加权美股、健康和健身、有机食物、老年护理、锂电池、无人机、网络安全等。这些五花八门的主题 ETF 和宽基 ETF 有显著区别。宽基 ETF 市场中，ETFs 持有大型投资组合并通过低成本提供相似投资组合进行价格竞争。主题 ETF 市场中，ETFs 持有小型差异化投资

组合并收取更高费用。流向宽基 ETFs 的资金对费用的敏感性明显更高，而流向主题 ETFs 的资金与费用无关，但对过去收益的反应更强烈。此外，ETF 投资组合中股票的高媒体曝光率降低了资金流对费用的敏感性，这表明当投资者的注意力被其他产品属性吸引时会忽略 ETFs 收取的费用。

已有研究发现，主题/行业 ETFs 这类聚焦于特定板块股票的 ETF 产品，其原始业绩和风险调整后业绩都不尽人意。且这种业绩不佳不能被其较高的费用或交易摩擦所解释，直接考虑标的指数时其表现也相似。新发行的主题/行业 ETFs 持有市场热门板块中股票构成的投资组合：这些股票近期价格上涨，近期被媒体曝光（尤其是正面曝光），有更积极的盈余意外，并且展现出先前已被证明代表价格高估的一般特征（高市值账面价值比和高卖空份额）。此外，主题/行业 ETFs 的投资者客户群有更大比例的散户投资者，更易持有错误信念并进行正反馈交易。

总的来看，宽基 ETFs 产品降低了交易成本并提供了分散化，而主题/行业 ETFs 更可能是为了吸引追逐业绩投资者的注意力，为了满足投资者对热门主题和行业的需求而创建的。平均来看这类 ETFs 产生了令投资者失望的业绩。

## 4.2 基于衍生品的 ETF 会加剧市场波动

2018 年年初，美股经历了一次大跌。截至 2 月 5 日收盘，标普 500 指数下跌了 4%，创下了自 2011 年欧洲危机以来的最大单日跌幅。

截至当周收盘，股市已经经历了历史上速度最快的 10% 回调之一。全球股市在短短 5 天内总共损失了 4.2 万亿美元，从绝对金额上来计算的话，要比 2000-2002 年“互联网泡沫”破裂时纳斯达克所遭受的总损失还要多。事后人们发现，罪魁祸首是几只极其复杂的 ETF。它们把一些金融衍生品打包在基金内，以便普通投资者可以利用股市较低的波动率获取收益，正是这些 ETF 引爆了当天的下跌。虽然这些基金的规模当时只有 30 亿美元，但它们的崩盘就像滚雪球一样引发了雪崩。它们一下跌，导致其他盲目与股市波动率紧密相连的投资策略，触发了一连串的自动抛售动作。

这些投资策略与市场波动率紧密相连的基金中，规模最大的名为“Velocity Shares Daily Inverse VIX Short Term ETN”，股票代码为“XIV”。XIV 是一只反向 ETN，追踪 Vix 指数。Vix 指数通常被人们认为是华尔街的“恐慌指标”，因为它利用了衍生品的价格来预测美股的短期波动率。换句话说，XIV 这只基金，本质上是打包了一篮子基于衍生品的衍生品，并且任何人都可以购买，没有金额门槛。当股市比较平稳，波动率变化不大时，它的收益非常丰厚；然而一旦出现较大波动，股市的平静被打破时，它就会以惊人的方式下跌。更糟糕的是，它复杂的动态变化意味着，它一旦崩盘就会连累股市主场，加剧股票的抛售。许多普通投资者，其实根本不了解 XIV 和同类产品的复杂程度以及其中所隐藏的风险，因而损失惨重。

### 4.3 非市值加权指数 ETF 会加剧小市值成份股的价格波动

2018—2019 年，有两家公司的股价大幅下跌，长期以来它们都

在苦苦挣扎。不过，这两家公司仍然坚持向股东发放红利。于是，道富银行规模为 200 亿美元的红利 ETF 开始大量买入它们的股票。大多数 ETF 追踪的指数都是根据市值来加权的，而这只红利 ETF (SPDR S&P Dividend ETF) 追踪的指数是“标普高收益红利贵族指数”。这个指数，是根据股息率来加权的。简单来说就是，股息相对于股价越高，股息率越高。当这两家公司的股价暴跌，而它们保持红利发放时，这意味着，其他投资者都在抛售它们，而道富银行的红利 ETF 却在持续买入它们，逐渐地，这两家公司就接近 ETF 的持股上限了。在 ETF 中，有规定持有单只股票的比例不能超过 4%。从指数的比例上看，这个占比并不大，但从单个公司的角度来看，随着股价下跌公司市值不断缩小，ETF 已经持有公司的大部分股权了。并且，一些其他红利指数基金也在抢购它们的股票。到 2020 年 1 月中旬，指数基金已经分别拥有超过 50% 和接近 40% 的两家公司股份，其中红利 ETF 这一只就拥有近 20%。

问题是，标普高收益红利贵族指数的选股规则，规定成分股的市值在不考虑股息的情况下，至少要在 15 亿美元以上，而这两家公司的市值最终还是跌破了这个门槛。这意味着，当一众标普道琼斯指数 1 月 24 日将这两家公司从指数中剔除时，ETF 就得抛售它们的股票。考虑到 ETF 持有的股份数量，以及严重缩水的公司市值，结果很可能非常糟糕。大多数指数基金，都会通过出借证券来赚取一些额外的收益，把股票借给想要做空的投资者。实际操作中，投资者会把股票借来之后卖掉，然后希望股价下跌，再重新买回来，赚

取差价。这个过程通常叫作“卖空”。鉴于这两家公司的黯淡前景，卖空者已经蜂拥而至。对红利 ETF 来说，想要卖出所持有的两家公司股票，那就需要先召回已经借出去的股票。于是，卖空者被迫必须把股票买回来以便归还给 ETF。就这样，两家公司的股价飙升。虽然，这帮助减弱了红利 ETF 卖出股票所带来的影响，但不良后果是两家公司的股价在 1 月份经历了巨大的波动。

## 5. 美国 ETF 市场对中国市场的经验借鉴与启示

美国 ETF 市场历经三十余年发展，已形成“产品创新驱动市场扩容、制度优化保障运行效率、多元需求引导结构升级”的良性循环机制。其发展经验表明，ETF 市场的成熟不仅依赖于金融工具的丰富性，更需要与市场基础设施、投资者行为及监管框架形成动态适配。基于对美国经验的系统性总结，结合中国资本市场“新兴加转轨”的特殊性，本文提出以下四方面经验启示。

### 5.1 构建“包容审慎”的监管框架，平衡创新激励与风险防控

美国 SEC 通过分阶段完善《1940 年投资公司法》豁免条款，逐步放宽 ETF 创设限制（如 2019 年“ETF Rule”简化审批流程），同时强化信息披露与流动性风险管理要求，为产品创新提供制度弹性。反观中国，现行 ETF 审批仍采用“个案核准制”，产品同质化严重且创新周期较长。建议：

1. 推动监管模式向“分类注册制”转型：对宽基指数 ETF 实行备案制，对主动管理、跨境、商品等复杂产品保留核准制，建立差

异化的信息披露标准（如要求主动 ETF 每日披露持仓）。

2.优化流动性风险管理工具：借鉴美国做市商激励计划（如减免交易费用），完善中国做市商考核机制，试点国债质押充抵 ETF 做市保证金制度，提升中小规模 ETF 的流动性溢价。

3.建立创新容错机制：在自贸区先行试点杠杆/反向 ETF、加密货币 ETF 等高风险产品，通过“监管沙盒”积累风险处置经验。

## 5.2 以养老金入市为契机，培育长期资金主导的市场生态

美国 ETF 市场壮大的核心动力源于养老金（401k、IRA 计划）与 ETF 的协同发展：截至 2023 年，美国养老金持有 ETF 规模占比达 35%，且偏好低费率宽基产品，显著提升市场稳定性。中国当前 ETF 投资者以短期交易的机构为主（占比超 60%），个人投资者参与度不足 5%。建议：

1.将 ETF 纳入养老金投资白名单：参考美国“QDIA”（合格默认投资选择）规则，允许个人养老金账户将权益类 ETF 配置比例上限提高至 40%，并给予税收递延优惠。

2.发展“养老目标 ETF”产品线：设计生命周期型 ETF（如“目标日期 2035ETF”），动态调整股债比例，降低个人投资者的资产配置门槛。

3.强化投资者陪伴体系：鼓励基金公司与互联网平台合作，开发 ETF 定投策略工具（如“智能止盈定投”），利用行为金融学引导长期持有。

### 5.3 深化“产品-工具-服务”三维创新，突破同质化竞争瓶颈

美国 ETF 市场通过“基础资产多元化（如引入比特币期货 ETF）+策略智能化（如 AI 选股主动 ETF）+服务生态化（如贝莱德 Aladdin 风险管理平台）”构建竞争壁垒。中国 ETF 市场仍集中于股票型（占比 78%），且跟踪误差率（平均 0.5%）高于美国（0.2%）。

建议：

1.拓展底层资产多样性：加速推出 REITs ETF、碳中和 ETF、科创板细分主题 ETF；探索与期货市场联动，推出商品指数 ETF（如锂、稀土）；通过“港股通 ETF 互挂”机制，引入境外另类资产敞口。

2.完善衍生品对冲工具：加快推出 ETF 期权新品种（如行业 ETF 期权），允许私募机构参与做市；试点 ETF 借贷机制，便利机构开展多空策略与套利交易。

### 5.4 依托金融科技赋能，打造“普惠型”ETF 投资基础设施

美国零佣金交易平台（如 Robinhood）与智能投顾（如 Betterment）的普及，使零售投资者 ETF 持有占比从 2010 年的 8% 提升至 2023 年的 22%。中国可借鉴其经验，解决“基金赚钱、基民不赚钱”的痛点：

1.构建全链条数字化服务平台：在券商 APP 中嵌入“ETF 诊断工具”，实时监控折溢价率与流动性风险；利用区块链技术实现 ETF 份额申购赎回的 T+0 结算，降低套利成本。

2.探索新型分销模式：允许 ETF 在第三方支付平台（如支付宝）

以“碎片化份额”销售，单笔投资门槛降至1元；与短视频平台合作开展投教直播，以“情景模拟”游戏普及定投策略。

3.加强跨境市场互联互通：扩大 QDII 额度并向 ETF 专项倾斜，支持公募发行跟踪纳斯达克创新龙头的“跨时区 ETF”；在沪港通框架下试点“ETF 通”南向交易，引导境内资金配置港股科技 ETF。