

상품과 S&P GSCI®의 이해

S&P Indices는 2007년부터 실질 자산에 대해 지수 기반의 성과 측정수단을 제공해왔다. (S&P는 2007년 2월 2일 골드만 삭스로부터 GSCI를 확보했다.) 상품을 생산하는 회사를 대상으로 주식 기반의 노출을 선호하건 또는 선물 계약을 통해 보다 직접적인 노출을 선호하건, S&P Indices는 상품 시장 노출에 대한 이해와 접근을 늘리기 위한 도구를 제공한다. 본 *Practice Essentials* 문서는 일반적으로 거래되는 상품의 선물 계약의 바스켓에 대한 뛰어난 측정수단인 S&P GSCI®과 자산군으로서 상품에 대한 이해에 초점을 두고 있다.

S&P Practice Essentials Series is a curriculum based, educational program covering selected financial markets, asset classes and indexing concepts.

Commodity Indices Contributors:

Michael McGlone
Senior Director
mike_mcglone@sandp.com

Jodie Gunzberg, CFA
Director
jodie_gunzberg@sandp.com
m
com

상품이란 무엇인가?

종종 금, 원유와 같은 상품은 언론과 투자자의 관심을 받는다. 그렇다면, 상품이란 무엇이고 왜 금융 자문사는 상품과 기타 실질 자산에 대한 고객의 포트폴리오 할당을 고려해야 하는가?

상품을 다음과 같이 정의할 수 있다.

- 기본적인 표준화된 실질 자산으로 수요가 있으며 시장 전체에서 상당한 제품 차별화 없이 공급이 가능하다.
- 대체 가능 즉, 생산자는 다르지만 거래의 목적을 위해 동등하다고 간주된다.
- 또한 상품으로 거래되는 물리적인 상품은 생산을 위한 투입물로 널리 사용된다.

상품은 대체가 가능하고 전 세계 거래소에서 거래되기 때문에 가격이 전 세계 공급과 수요에 기반한다. 이러한 성과상의 특징 때문에 상품은 추가적인 시장 펀더멘털과 수익이 연결되는 주식이나 기타 고정 수입 투자와 구분된다.

귀금속과 같은 상품은 가치 보존¹이라는 특징 때문에 보유한다. 그러나 상당수의 상품은 보관 비용이 매우 높기 때문에 일부 투자자는 상품에 투자하면서도 물리적인 배송이나 보관 비용을 피하기 위해 선물 계약을 사용할 수 있다. 여전히 질문은 남는다. 금과 같은 상품을 물리적으로 보유하는 것과 상품 선물거래의 “바스켓”을 통해 다각화하는 것 중 무엇이 더 좋은 선택인가?

상품 선물거래의 대표적인 “바스켓” 설립과 측정

선물 시장은 수백년간 존재하면서 공급자와 사용자가 가격을 “고정(lock in)”시킬 수 있도록 해 왔고 이에 따라 선물 시장에 내재적인 리스크를 일부 제한해 왔다. 또한 선물 시장을 통해 투자자는 물리적 상품의 보유와 관련된 유동성과 자원의 제약 없이 상품(들)에 대한 가격 노출을 확보할 수 있다.

¹가치 보존: 정의상, 보관할 수 있으며 시간 경과에 따라 회수할 수 있는 가치를 갖고 있는 자산 상품을 가치 보존으로 간주한다. 그러나 상품이 안정적인 통화(또는 불안정한 통화에 대한 대체수단)와 같은 가치 보존이 되려면 매우 유동적이어야 한다. 금은 이러한 특징을 빈번하게 보여주는 상품이다.

S&P GSCI 와 같은 선물 기반의 상품 지수는 다양한 상품 기반에 대한 투자가능 측정수단을 제공할 수 있으며 이에 따라 상품 시장에 폭넓게 노출되면서도 물리적 상품에 대한 투자에 있어 리스크를 제한하려고 시도한다.

S&P GSCI 처럼 상품 지수를 추적하는 ETF(exchange traded fund)에 투자함으로써 투자자는 상품 선물 시장으로부터 총 수익률²을 얻을 수 있다.

예를 들어 S&P GSCI 기반의 ETF는 모든 상품 부분(에너지 상품 6개, 산업 금속 5개, 농산물 8개, 축산물 3개, 귀금속 2개)에 걸쳐 24가지 상품 선물 계약에 대한 공개 “바스켓” 또는 가중 보유를 추적한다.

이와 같이 광범위한 구성 상품은 S&P GSCI를 매우 다양하게 만든다. 또한, S&P GSCI 방법론은 가장 활동적으로 거래되는 전 세계 상품 계약만을 지수에 포함하기 위해 유동성 필터를 채택하고 있다. S&P GSCI는 광범위한 상품 기반을 나타내는 반면 그 방법론은 거래 빈도가 낮은 철강과 같은 일부 상품은 지수에서 제외하고 있다. S&P GSCI와 같은 선물 기반의 상품 지수는 다양한 상품 기반에 대한 투자가능 측정수단을 제공할 수 있으며 이에 따라 상품 시장에 폭넓게 노출되면서도 물리적 상품에 대한 투자에 있어 리스크를 제한하려고 시도한다.

Table 1: S&P GSCI 2011 Constituents

Commodity	Ticker	2011 Indicated % Weight	2011 Total Dollar Value Traded ³ (USD bn)
Chicago Wheat (Chicago)	W	3.00	568.9
Wheat (Kansas City)	KW	0.69	131.6
Corn	C	3.37	1102.9
Soybeans	S	2.36	1692.8
Coffee	KC	0.76	293
Sugar #11	SB	2.25	664
Cocoa	CC	0.39	111
Cotton #2	CT	1.24	179.5
Lean Hogs	LH	1.59	218.7
Live Cattle	LC	2.59	382.1
Feeder Cattle	FC	0.44	65.3
Crude Oil	CL	34.71	16347.6
Heating Oil	HO	4.66	2193.9
RBOB Gasoline	RB	4.67	2201.5
Brent Crude Oil	LCO	15.22	7167.1
Gasoil	LGO	6.30	2969.4
Natural Gas	NG	4.20	5035.9
Aluminum	MAL	2.70	2301.8
Copper	MCU	3.66	4790.1
Lead	MPB	0.51	373.7
Nickel	MNI	0.82	890.6

Table 1: S&P GSCI 2011 Constituents (continued)

Commodity	Ticker	2011 Indicated % Weight	2011 Total Dollar Value Traded ³ (USD bn)
Zinc	MZN	0.72	930.4
Gold	GC	2.80	5069.4
Silver	SI	0.36	927.2
Source: S&P Indices.®			

과거부터 상품
지수는 일반적으로
주식과 같은 총
수익률을 보였지만
기타 대부분의
자산군에 있어
일반적으로 낮은
수익률 상관관계를
갖고 있다.

² S&P GSCI 총 수익률 지수는 각 월의 영업일 5일부터 9일 사이에 롤링되는 완전히 담보보증된 상품 선물 투자를 측정한다. 현재, S&P GSCI는 24개 선물을 기준으로 가까운 선물 계약을 포함한다. S&P GSCI 총 수익률 지수가 생성하는 수익률은 물리적인 상품에 투자하여 발생하는 수익률과는 크게 다를 수 있다.

³ 총 금액(달러) 가치 거래 (2009년 9월 - 2010년 8월)

상기 표 1은 2011 S&P GSCI 구성요소 및 세계 생산 수치로 판단한 각 지수 가중치이다. 금액 규모로 볼 때 원유가 세계에서 가장 널리 생산되는 상품이며 가장 활발하게 거래되는 선물거래에 있어 기반이 되기 때문에 S&P GSCI에서 가장 큰 가중치를 갖는다.

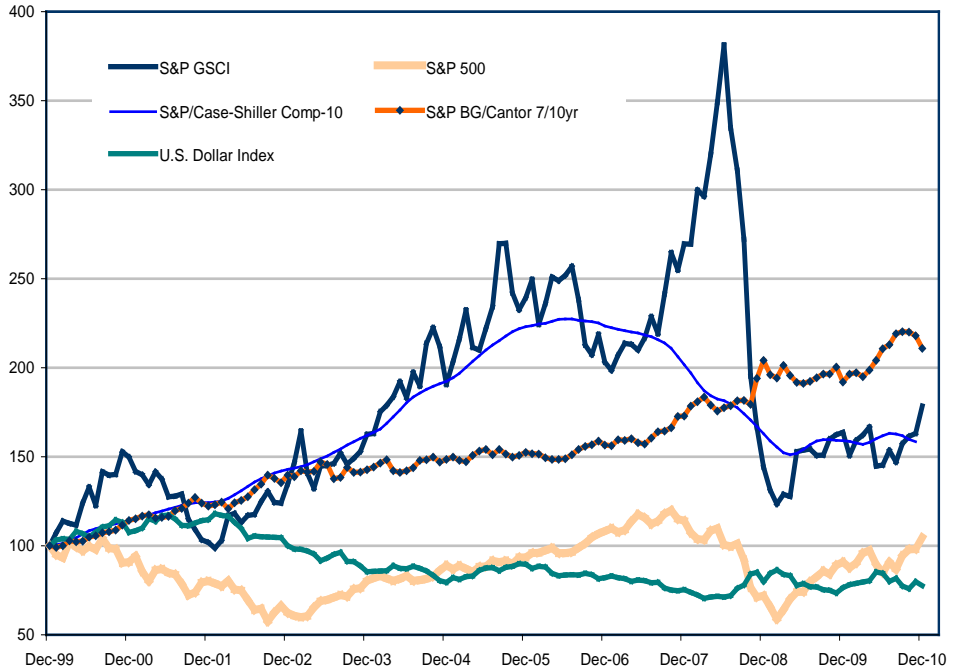
왜 세계 생산 가중치를 사용하는가? 전 세계적으로 거래되는 상품의 바스켓을 측정할 때 특정 상품 요소의 상대적 영향은 해당 상품이 전 세계 경제에 갖는 중요성을 통해 가장 잘 측정할 수 있다.

S&P GSCI에 대한 과거 실적 데이터: 수익률과 상관관계

일반적으로 투자 금액을 실질 자산과 실질 자산 선물거래에 기반한 펀드에 일부 배정하여 주식, 채권, 현금 기반의 포트폴리오를 늘리는 것은 예전부터 변동성이 낮고 전반적으로 보다 나은 포트폴리오를 제공해 왔다. 과거부터 상품 지수는 일반적으로 주식과 같은 총 수익률을 보였지만 기타 대부분의 자산군에 있어 일반적으로 낮은 수익률 상관관계를 갖고 있다. 또한 대부분의 포트폴리오에서 실질 자산에 대한 노출은 인플레이션과 에너지 쇼크는 물론 일부 상황의 리스크를 완화하는데 도움이 되어 왔다.

다음 페이지의 차트 1은 1999년 12월 31일부터 2010년 12월 31일까지 다양한 지수와 함께 S&P GSCI의 총 수익률을 보여준다. 누적 총 수익률에 대해 S&P GSCI는 1999년 말 78.46%에서 9.03% 증가로 2010년을 마무리했다. 같은 기간 미국 Dollar Index의 22.42% 하락은 미국 달러 기반 자산을 증대시켰으며 S&P 500은 예외적으로 단 4.60% 증가하였다. 또한 S&P 500은 S&P GSCI에 대해 0.2라는 낮은 월간 상관관계를 보여주었다. 수익률 상관관계가 다양하고 과거 실적이 미래의 상관관계를 예측하지 않는다는 사실에 주목하는 것이 중요하다. 국제 시장에 극단적인 충격이 발생할 경우 실물자산에 대한 수익률 상관관계는 과거의 평균값을 반영하지 않을 수도 있다.

Chart 1: S&P GSCI Total Return



상품을 가지고
고객의
포트폴리오를
다변화하려는
advisor 들은
보관비용이나
콘탱고가
순총수익률에
어떻게 영향을
주는지
이해해야한다.

Source: Standard & Poor's for the S&P Indices and Bloomberg for the U.S. Dollar Index. Charts are provided for illustrative purposes only. Past performance is not an indication of future returns. Since some of these indices were not in existence for all of the time period shown, any data prior to the time the indices were launched represent hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding these indices and the inherent limitations associated with such back-tested performance.

어떻게 선물 계약을 S&P GSCI 로 측정할 것인가

상품 선물거래는 주기적으로 만기가 도래하기 때문에 S&P GSCI 는 만기 계약에서 그 다음 가용한 활성 선물 계약으로 주기적으로 이동 또는 “롤링” 함으로써 관련 상품 선물거래 바스켓의 가격 이동을 측정한다. 이러한 롤링 과정 동안 측정된 비용을 “보유 비용”으로 간주할 수 있으며 일반적으로 상품의 보관 비용을 반영한다. 이러한 롤링 과정은 보다 상세하게 S&P GSCI 방식에서 문서로 작성되어 있으며 www.spgsci.standardandpoors.com 에서 제공한다.

콘탱고와 백워데이션은 총 수익률에 어떻게 영향을 주는가

시간 경과에 따라 선물 계약의 바스켓을 유지한다는 것은 만기가 되는 계약에서 다음 활발하게 거래되는 계약으로 이동하는 거래를 지수를 이용해 측정해야 한다는 것을 의미한다. 이러한 거래는 경우에 따라 비용을 유발하기도 하고 수익을 제공하기도 한다. 지수는 결제일이 더 먼 선물 계약이 더 높은 가격에서 거래되는 콘탱고로서 알려진 현상이 있을 경우 거래를 비용으로 측정한다. 따라서 콘탱고 상황이 존재할 때, 더 높은 가격의 선물 계약으로 롤링되기 때문에 총 지수 수익률은 감소할 것이다. 반대로, 결제일이 더 먼 선물 계약이 더 낮은 가격으로 거래될 경우 백워데이션이라는 현상이 발생한다. 백워데이션이 발생하면 더 낮은 가격의 선물 계약에 대한 롤링은 총 지수 수익률을 높일 것이다. 각 상품의 선물 곡선에서 콘탱고와 백워데이션의 수준은 일반적으로 상품의 보관 비용을

반영한다. 금과 같이 최소 보관 비용을 갖는 상품은 일반적으로 매우 편평하고 안정적인 선물 곡선을 갖는다. 반면, 천연가스는 보관이 가장 어려운 상품 중 하나이기 때문에 종종 가파른 콘탱고를 반영하는 선물 커브를 보인다.

상대적 상품 보관 비용에 있어 기억해야 할 경험에 근거한 좋은 규칙은 “상품을 지하실에 보관할 수 있는가?” 질문이다. 금과 비슷한 보관 특징을 갖고 있는 상품은 일반적으로 콘탱고에 해당되지 않는다. 반면 대부분의 상품은 보관 비용이 금보다 높으며 보관 비용이 높은 천연가와 같은 상품에 대해 콘탱고는 “정상”으로 간주된다. 상품 공급이 부족할 때 일반적으로 나타나는 백워데이션 상태는 선물 커브의 앞 부분 가격이 올라가도록 보여지게 만들면서 커브에서 결제월이 먼 부분은 재고 정상화에 대한 기대를 반영한다. 공급량이 많은 시장에서 보관 비용에 대한 선물 시장의 반영 때문에 대부분의 선물계약에 있어 콘탱고가 일반적이다.

상품 보관 비용으로 인해 투자자는 현물 가격 수익률을 달성할 수 없기 때문에 이 부분은 **financial advisor** 가 숙지해야 할 중요한 부분이다. 보관 비용을 물리적 상품의 보관자가 지불할 것인지 또는 보관 비용이 상품 시장에서 발생하는 콘탱고의 결과인지 등 이러한 비용을 인식해야 한다. 따라서 고객의 포트폴리오에 상품이 포함되어 있다면 **advisor** 는 상품에 대한 노출의 실제 비용을 고려하지 않는 현물 수익보다는 총 수익으로 고객의 기대수준을 정하는 것이 중요하다.

정보의 활용

투자자는 지수에 직접 투자할 수 없는 반면 **S&P Indices** 는 상당수 국가의 ETF 판매사에게 이러한 지수에 기반하여 투자자를 위한 상품을 만들도록 하였다. **Advisor** 는 물리적으로 보유한 개별 상품에 있어 보다 광범위한 대안으로 이들 상품을 고려할 수 있다. 또한 고객의 포트폴리오를 다각화하는데 유용하고 실질 자산 기반을 기반으로 하는 선물 계약의 전 세계 생산-가중 바스켓에 손쉽게 접근하는 도구로 고려할 수도 있다.

Index	Exchange Traded Products (U.S.-based)	Ticker
S&P GSCI	iShares S&P GSCI Commodity Indexed Trust ETF	GSG
S&P GSCI	iPath S&P GSCI Total Return ETN	GSP
S&P GSCI Enhanced	GS Connect S&P GSCI Enhanced Strategy ETN	GSC
S&P GSCI Crude Oil	iPath S&P GSCI Crude Oil Total Return ETN	OIL

추가 자료

관련 Practice Essentials 문서: [Real Asset Solutions – Commodities Exposure Via Indexing](#)

S&P GSCI 와 지수 관련 상품은 다음을 방문한다: www.SPindices.com/commodities.

Financial Advisor 를 위한 솔루션: www.SPindices.com/4solutions

Stay Connected



Performance Disclosures

Indices are not collective investment funds and are unmanaged. It is not possible to invest directly in an S&P index. Past performance of an index is not an indication of future results.

S&P acquired the GSCI from Goldman Sachs on February 2, 2007 and it was subsequently renamed the S&P GSCI. Goldman Sachs first began publishing the GSCI related indices in 1991 but has calculated the historical value of the GSCI beginning January 2, 1970 based on actual prices from that date forward and the selection criteria, methodology and procedures in effect during the applicable periods of calculation (or, in the case of all calculations periods prior to 1991, based on the selection criteria, methodology and procedures adopted in 1991). The GSCI has been normalized to a value of 100 on January 2, 1970, in order to permit comparisons of the value of the GSCI to be made over time.

The inception date for the S&P GSCI is May 1, 1991 at the market close. The index has not been in existence prior to that date and all data presented prior to that date is back-tested. The back-test calculations are based on the same methodology that was in effect when the index was officially launched. Complete index methodology details are available at www.indices.standardandpoors.com.

The inception date for the S&P/BGCantor 7-10 Years U.S. Treasury Bond Index is December 7, 2009 at the market close. The index has not been in existence prior to that date and all data presented prior to that date is back-tested. The back-test calculations are based on the same methodology that was in effect when the index was officially launched. Complete index methodology details are available at www.indices.standardandpoors.com.

Prospective application of the methodology used to construct the back-tested data for any of the indices may not result in performance commensurate with the back-test returns shown. The back-test period does not necessarily correspond to the entire available history of the indices. Please refer to the methodology paper for the index, available at www.standardandpoors.com for more details about the index, including the manner in which it is rebalanced, and the timing of such rebalancing, criteria for additions and deletions and index calculation. The index is rules based, although the Index Committee reserves the right to exercise discretion, when necessary.

The index performance has inherent limitations. The index returns shown do not represent the results of actual trading of investor assets. Standard & Poor's maintains the indices and calculates the index levels and performance shown or discussed, but does not manage actual assets. Index returns do not reflect payment of any sales charges or fees an investor would pay to purchase the securities they represent. The imposition of these fees and charges would cause actual and back-tested performance to be lower than the performance shown. For example, if an index returned 10% on a US\$ 100,000 investment for a 12-month period (or US\$ 10,000) and an annual asset-based fee of 1.5% were imposed at the end of the period (or US\$ 1,650), the net return would be 8.35% (or US\$ 8,350) for the year. Over 3 years, an annual 1.5% fee taken at year end with an assumed 10% return per year would result in a cumulative gross return of 33.1%, a total fee of US\$ 5,375, and a cumulative net return of 27.2% (or US\$ 27,200).

Disclaimer

This document does not constitute an offer of services in jurisdictions where Standard & Poor's or its affiliates do not have the necessary licenses. Standard & Poor's receives compensation in connection with licensing its indices to third parties.

All information provided by Standard & Poor's is impersonal and not tailored to the needs of any person, entity or group of persons. Standard & Poor's and its affiliates do not sponsor, endorse, sell, promote or manage any investment fund or other vehicle that is offered by third parties and that seeks to provide an investment return based on the returns of any Standard & Poor's index. Standard & Poor's is not an investment advisor, and Standard & Poor's and its affiliates make no representation regarding the advisability of investing in any such investment fund or other vehicle. A decision to invest in any such investment fund or other vehicle should not be made in reliance on any of the statements set forth in this document. Prospective investors are advised to make an investment in any such fund or other vehicle only after carefully considering the risks associated with investing in such funds, as detailed in an offering memorandum or similar document that is prepared by or on behalf of the issuer of the investment fund or other vehicle. Inclusion of a security within an index is not a recommendation by Standard & Poor's to buy, sell, or hold such security, nor is it considered to be investment advice.

Exposure to an asset class is available through investable instruments based on an index. It is not possible to invest directly in an index. There is no assurance that investment products based on the index will accurately track index performance or provide positive investment returns. Standard & Poor's is not a tax advisor. A tax advisor should be consulted to evaluate the impact of tax-exempt securities on portfolios and the tax consequences of making any particular investment decision.

Standard & Poor's does not guarantee the accuracy and/or completeness of any Standard & Poor's index, any data included therein, or any data from which it is based, and Standard & Poor's shall have no liability for any errors, omissions, or interruptions therein. Standard & Poor's makes no warranties, express or implied, as to results to be obtained from use of information provided by Standard & Poor's and used in this service, and Standard & Poor's expressly disclaims all warranties of suitability with respect thereto. While Standard & Poor's has obtained information believed to be reliable, Standard & Poor's shall not be liable for any claims or losses of any nature in connection with information contained in this document, including but not limited to, lost profits or punitive or consequential damages, even if it is advised of the possibility of same. These materials have been prepared solely for informational purposes based upon information generally available to the public from sources believed to be reliable. Standard & Poor's makes no representation with respect to the accuracy or completeness of these materials, the content of which may change without notice. The methodology involves rebalancings and maintenance of the indices that are made periodically during each year and may not, therefore, reflect real-time information.

Analytic services and products provided by Standard & Poor's are the result of separate activities designed to preserve the independence and objectivity of each analytic process. Standard & Poor's has established policies and procedures to maintain the confidentiality of non-public information received during each analytic process. Standard & Poor's and its affiliates provide a wide range of services to, or relating to, many organizations, including issuers of securities, investment advisers, broker-dealers, investment banks, other financial institutions and financial intermediaries, and accordingly may receive fees or other economic benefits from those organizations, including organizations whose securities or services they may recommend, rate, include in model portfolios, evaluate or otherwise address.

Copyright © 2011 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

Redistribution, reproduction and/or photocopying in whole or in part is prohibited without written permission. S&P, S&P 500, GSCI, and STANDARD & POOR'S are registered trademarks of Standard & Poor's Financial Services LLC.

BGCantor and BGCantor Market Data are trademarks of BG Cantor Market Data L.P. or its affiliates and have been licensed for use by Standard & Poor's. None of the financial products based on the S&P/BGCantor U.S. Treasury Indices are sponsored, endorsed, sold or promoted by BGCantor Market Data, L.P. and BGCantor Market Data, L.P. makes no representation regarding the advisability of investing in such products. Case-Shiller® and Case-Shiller Indexes® are registered trademarks of Fiserv, Inc.

Visit www.SPindices.com to sign-up for future Practice Essentials or to download past publications directly from the archives.

S&P
INDICES