FIXED INCOME MONTHLY

2024. 8. 30

삼성증권

글로벌채권팀

김지만
Senior Analyst
jiman8.kim@samsung.com

우지윤
Research Associate
jy0308.woo@samsung.com

9월 채권시장 전망

Fed의 금리 인하 전망에도, 국내 금리 상승 리스크에 유의

- 9월은 국내 재료는 많지 않은 가운데, 미국 고용 지표와 FOMC 이벤트가 중요하고 미국채 움직임에 따라 국내 채권금리도 크게 좌우될 것
- 매크로 전망에 근거한 Fed의 인하 경로(연말까지 25bp씩 3차례 인하)에 대한 확신이 높아지면 미국채 수익률 곡선은 스팁 압력이 커지면서 국내 채권시장에도 영향을 미칠 전망
- 9월 주요 금리는 8월 확인한 수준보다는 약간은 높은 범위로 예상

8월 동향: 미국 경기 논란에 따라 큰 폭의 금리 하락 후 반등

8월 주요 국채금리는 기준금리 인하 기대가 지속되고 미국 고용 지표 발표 이후의 경기 논란에 따라 하락세 이어졌으나, 이후 반등했다. 금리 최저점은 주가가 급락한 8/5일에 기록했다(국고 3년 2.806%, 10년 2.878%). 8/29일 기준 국고 3년물은 2.939%, 10년물 3.075%까지 반등한 상황이다. 7월 말 대비 국고 3년물은 6.5bp 낮아졌으나 10년물은 1.1bp 높다. 3/10년 스프레드는 7월 말 대비 8bp 확대되었다.

9월 전망: 미국 기준금리 인하 전망에도 불구하고, 금리 상승 리스크에 유의

9월은 국내 재료는 많지 않은 가운데, 미국 고용 지표와 FOMC 이벤트가 중요하고 미국채 움직임에 따라 국내 채권금리도 크게 좌우될 수 있다. 8월 확인했던 미국의 고용 지표 부진이 일시적이었는지에 따라 Fed의 행보가 달라질 가능성은 존재한다.

기본 매크로 전망은 미국의 지난 고용 지표 부진은 허리케인이라는 일시적 요인이 작용했다는 것이다. 또, 미국의 경제활동참가율이 높아지고 있으므로 미국 실업률 지표만을 리세션의 근거로 삼기는 충분하지 않다는 점이다. Fed 기준금리에 대한 기본 전망은 25bp씩의 완만한 인하이다(연말까지 25bp씩 총 3회 인하).

시장에 반영된 기대는 이보다 더 큰 폭의 인하 경로다. CME FedWatch는 연말까지 75bp를 초과하는 인하 가능성을 73% 확률로 반영하고 있다. 리세션 가능성에 대한 의심이 아직도 일부는 반영되어 있기 때문일 것이다. 기준금리 인하에도 불구하고, 향후 인하에 대한 기대 경로가 바뀌면 만기가 긴 구간은 금리가 하락하기보다는 반등할 가능성이 높다. 이미 커브가 역전된 정도가 크기 때문에 향후 기준금리 인하가 진행되면서 미국채 수익률 곡선의 스팁 압력은 커질 것이라 판단한다.

9월에는 한국은행 금통위는 부재하고, 소비자물가(9/3일), FTSE의 WGBI 반기 리뷰가 중요하다. 8월 중순까지 안정세를 보이던 농산물 가격이 월 중순 이후 크게 상승하면서 물가 불확실성을 높이고 있다(8월 소비자물가 상승률은 전월비 0.3%, 전년비 2.0%를 예상). 3개월 내 CPI 전년비 상승률은 기저 효과로 2% 이하에 머물면서 물가 경계감은 낮아질 수 있지만 이후의 흐름을 장담하기는 어렵고, 연말 시점에는 물가에 우려가 다시 높아질 수 있다. WGBI 이슈의 경우 9월은 시장접근성 레벨 상향, 이후 '25년 3월 편입 가능성을 높게 본다.

9월 금리는 8월 확인한 수준보다는 약간은 높은 범위로 예상한다. 외국인의 국채선물 매수세가 약해졌고, 최근 일별로는 대량 매도도 출회시키고 있으므로 금리의 상승 리스크에 유의해야 한다.

9월 예상 범위: 3년 2.90~3.10%, 10년 3.0~3.20%

Compliance Note

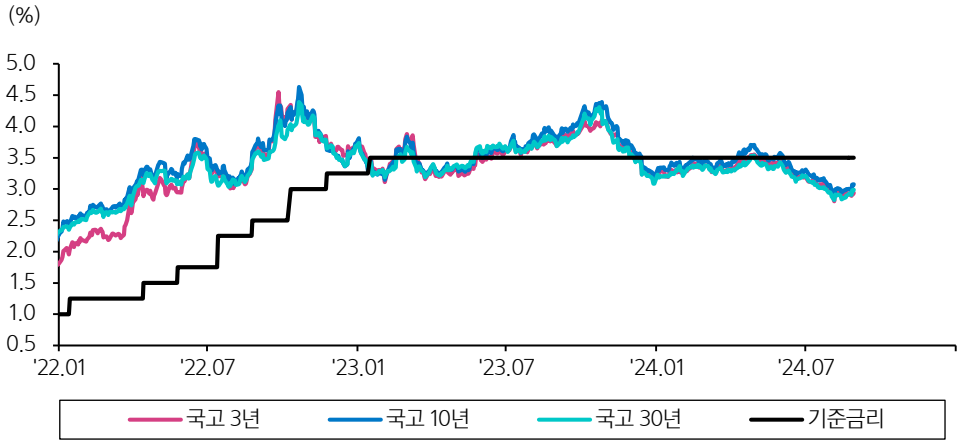
본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

8월 동향: 미국 경기 논란에 따라 큰 폭의 금리 하락 후 반등

8월 주요 국채금리는 기준금리 인하 기대가 지속되고 미국 고용 지표 발표 이후의 경기 논란에 따라 하락세 이어졌으나, 이후 반등했다. 금리 최저점은 주가가 급락한 8/5일에 기록했다(국고 3년 2.806%, 10년 2.878%). 8/29일 기준 국고 3년물은 2.939%, 10년물 3.075%까지 반등한 상황이다. 7월 말 대비 국고 3년물은 6.5bp 낮아졌으나 10년물은 1.1bp 높다. 3/10년 스프레드는 7월 말 대비 8bp 확대되었다.

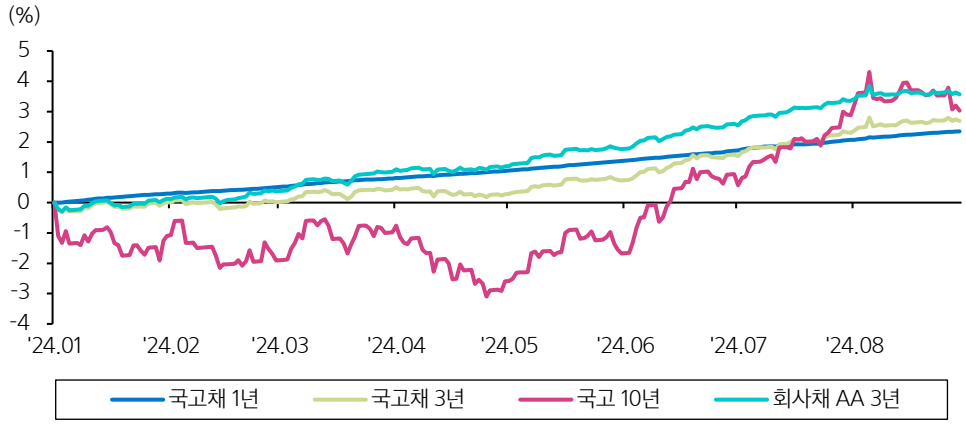
채권투자 성과를 KIS 총수익지수로 살펴보면 10월에는 월초에 크게 상승하고 이후 금리 반등에 따라 크게 하락하는 모습을 보였다. 7월 말 대비 8월 29일 기준 국고채 1년, 국고채 3년, 국고채 10년, 회사채 AA 3년 총수익은 각각 0.28%, 0.38%, 0.14%, 0.20%이다.

주요 금리 추이



자료: 금융투자협회, 삼성증권

채권 투자 성과 추이(올해 초 대비 총수익 지수 변화)



자료: KIS, 삼성증권

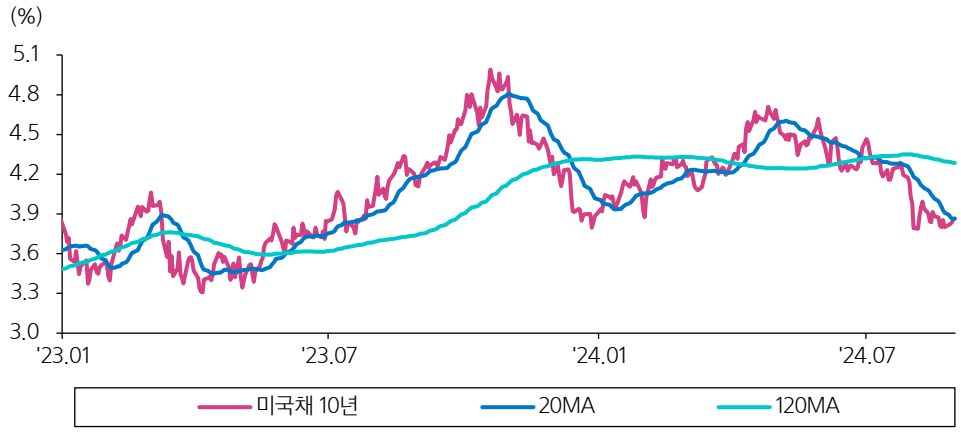
9월 전망: 미국 기준금리 인하 전망에도 불구하고, 금리 상승 리스크에 유의

9월은 국내 재료는 많지 않은 가운데, 미국 고용 지표와 FOMC 이벤트가 중요하고 미국채 움직임에 따라 국내 채권금리도 크게 좌우될 수 있다. 8월 확인했던 미국의 고용 지표 부진이 일시적이었는지에 따라 Fed의 행보가 달라질 가능성은 존재한다.

기본 매크로 전망은 미국의 지난 고용 지표 부진은 허리케인이라는 일시적 요인이 작용했다는 것이다. 또, 미국의 경제활동참가율이 높아지고 있으므로 미국 실업률 지표만을 리세션의 근거로 삼기는 충분하지 않다는 점이다. Fed 기준금리에 대한 기본 전망은 25bp씩의 완만한 인하이다(연말까지 25bp씩 총 3회 인하).

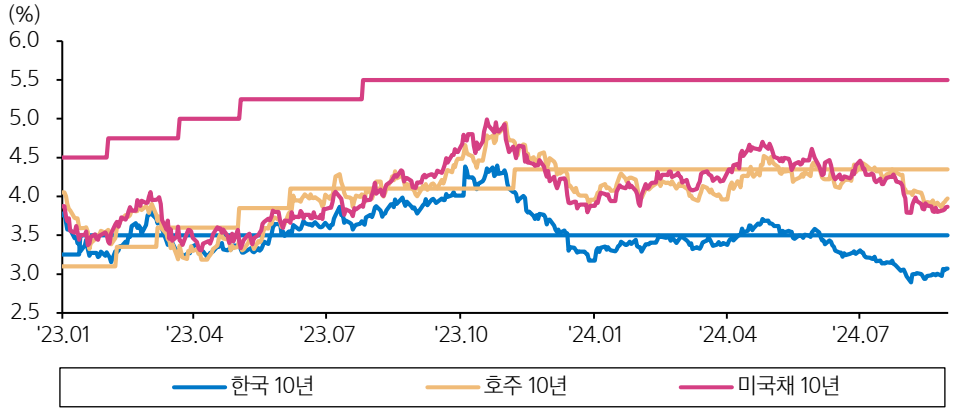
시장에 반영된 기대는 이보다 더 큰 폭의 인하 경로다. CME FedWatch는 연말까지 75bp를 초과하는 인하 가능성을 73% 확률로 반영하고 있다. 리세션 가능성에 대한 의심이 아직도 일부는 반영되어 있기 때문일 것이다. 기준금리 인하에도 불구하고, 향후 인하에 대한 기대 경로가 바뀌면 만기가 긴 구간은 금리가 하락하기보다는 반등할 가능성이 높다. 이미 커브가 역전된 정도가 크기 때문에 향후 기준금리 인하가 진행되면서 미국채 수익률 곡선의 스팁 압력은 커질 것이라 판단한다.

미국채 10년물 추이. 연초와 비슷한 수준까지 하락, 이번에도 금리 인하 경로에 대한 기대가 너무 크다는 문제



자료: Bloomberg, 삼성증권

한국, 호주, 미국의 기준금리 및 10년물 국채 금리

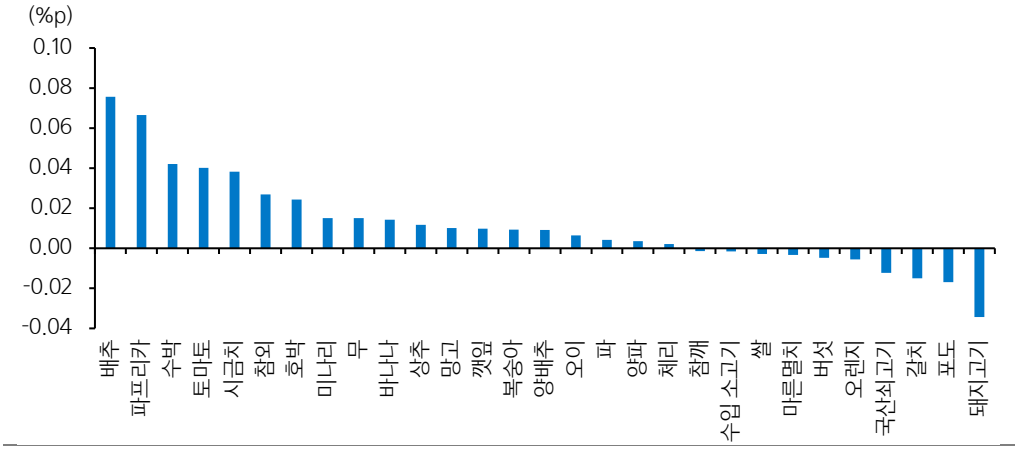


참고: 계단식 실선 = 기준금리
자료: Bloomberg, 삼성증권

9월에는 한국은행 금통위는 부재하고 소비자물가(9/3일), FTSE의 WGBI 반기 리뷰가 중요하다. 8월 중순까지 안정세를 보이던 농산물 가격이 월 중순 이후 크게 상승하면서 물가 불확실성을 높이고 있다(8월 소비자물가 상승률은 전월비 0.3%, 전년비 2.0%를 예상). 3개월 내 CPI 전년비 상승률은 기저 효과로 2% 이하에 머물면서 물가 경계감은 낮아질 수 있겠지만 이후의 흐름을 장담하기는 어렵고, 연말 시점에는 물가에 우려가 다시 높아질 수 있다. WGBI 이슈의 경우 이번 리뷰에서 시장접근성 레벨 상향, 이후 '25년 3월 편입 가능성을 높게 본다.

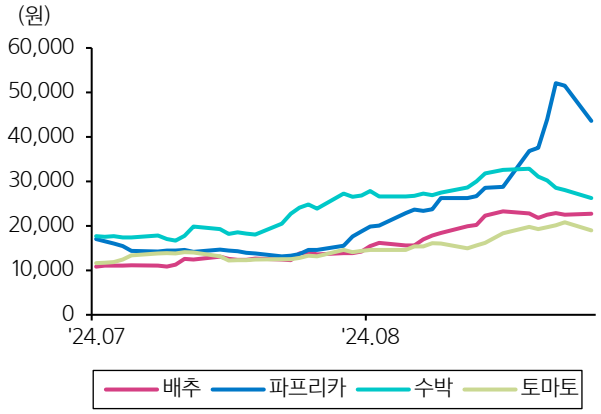
9월 금리 범위는 8월 확인한 수준보다는 약간은 높은 수준으로 예상한다. 외국인의 국채선물 매수세가 약해졌고 최근 일별로는 대량 매도도 출회시키고 있으므로 금리의 상승 리스크에 유의해야 한다.

8월 농축산물 전월비 물가 기여도 변화



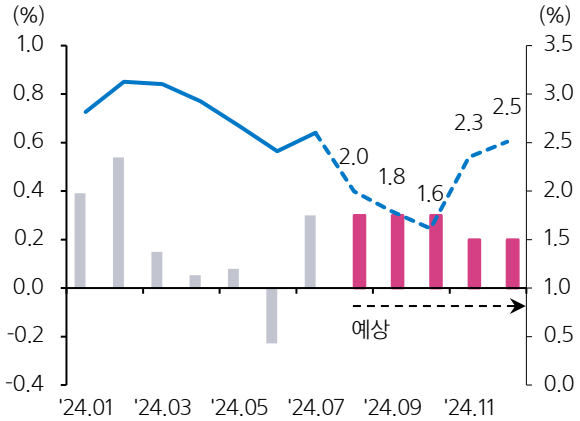
참고: 기여도의 절대값이 큰 품목들 중심으로 작성
자료: KAMIS, 삼성증권

8월 중순 이후 농산물 가격 크게 상승



자료: KAMIS, 삼성증권

소비자물가, 10월까지는 전년비 하락 경로지만 그 이후가 걱정



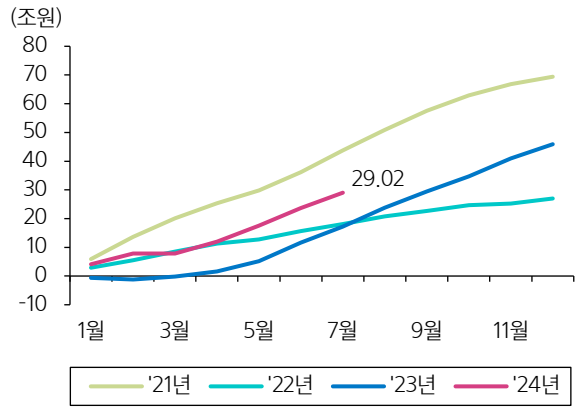
자료: 통계청, 삼성증권

이슈 1) 가계부채와 금리 인하

최근의 가계부채 증가는 금리 인하에 걸림돌로 작용하고 있다. 올해 가계부채는 기준금리 인상을 시작한 '21년 이후 가장 빠르게 증가했다. 그동안 기준금리는 동결 기조였음에도 대출금리가 크게 낮아졌고, 본래 7월 예정되었던 2단계 스트레스 DSR 규제 도입이 9월로 연기되면서 '막차 타자'는 대출 수요를 자극한 영향도 작용했을 것이다.

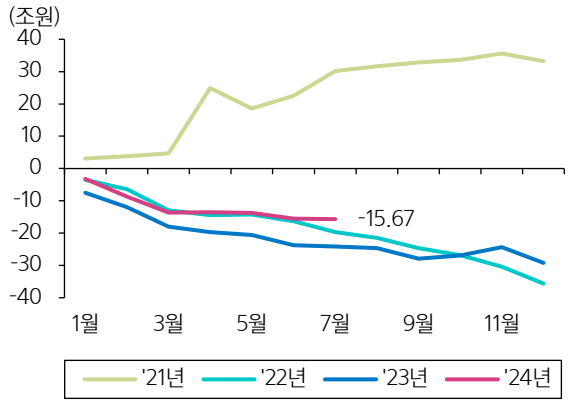
가계부채 문제가 향후에도 여전히 금리 인하에 걸림돌로 작용할까? 현재 판단은, 10월 금통위 시점에는 완전히 안심하기는 어렵더라도 금리 인하를 막을 만큼의 변수는 아닐 것으로 본다. 9월에는 DSR 규제가 도입되면서 가계부채 증가세가 둔화될 것으로 예상되고, 10월 금통위(10/11일) 시점이면 9월 가계부채에 대한 일부의 데이터는 확인이 가능할 것이다. 한달의 데이터는 판단하기 충분하지 않을 수 있지만, 금리결정에서 가계부채가 유일한 고려 요인이 아니며, 금통위가 물가, 내수 경기 등 전반적인 여건과 정책의 시차를 고민할 것이라는 점을 염두에 둔 판단이다.

주택 담보대출 연도별 누적 추이



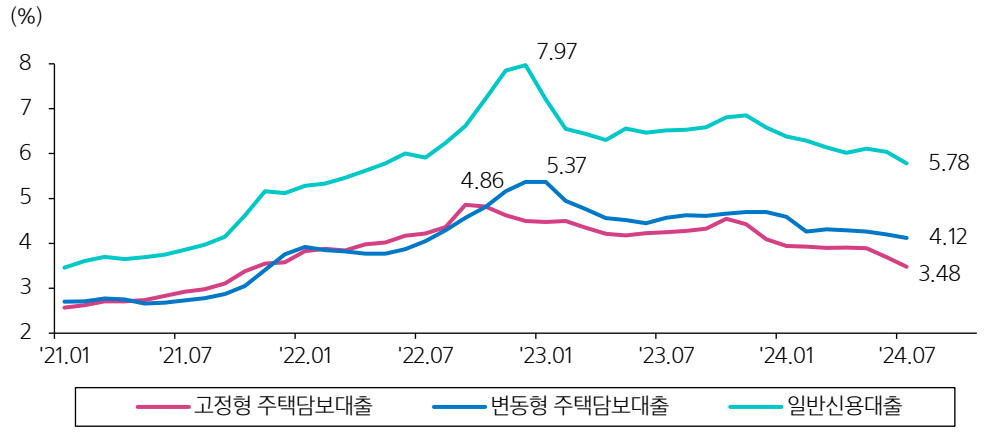
자료: 금융위원회, 삼성증권

기타 대출 연도별 누적 추이



자료: 금융위원회, 삼성증권

주요 대출금리 추이: 기준금리는 동결 기조였으나 대출금리는 최고점 대비 1.2~2.2%p 낮아져



참고: 최근 데이터는 '24.7월 기준
자료: 한국은행, 삼성증권

※은행권 주택 담보대출 증가 세부 현황(조원):

(6월) 주담대(+6.2조) = 은행 자체(+4.0조) + 디딤돌·버팀목(+3.8조) + 보금자리론 등(△1.5조)
└, 일반 개별(+4.9조) + 집단(+0.1조) + 전세(-1.0조)

(7월p) 주담대(+5.6조) = 은행 자체(+3.6조) + 디딤돌·버팀목(+4.2조) + 보금자리론 등(-2.2조)

└, 일반 개별(+6.9조) + 집단(-2.0조) + 전세(-1.2조)

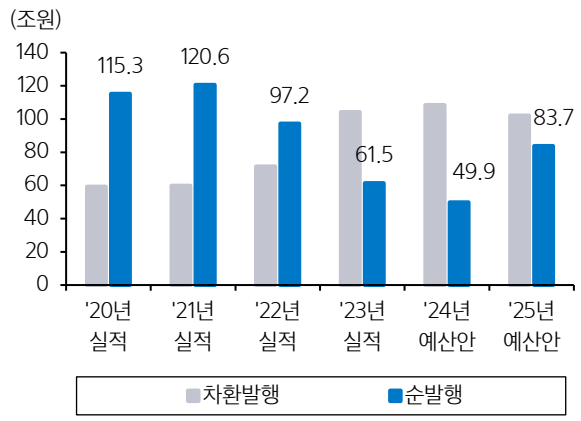
이슈 2) 2025년 예산안과 국채 발행

8/26일 정부는 '25년 예산안을 발표했다. 예산안 규모는 올해(656.6조원)보다 3.2% 늘어난 677.4조원이다. 총지출은 적정 수준에서 통제되고 있으므로(작년 총지출 5.1%, 올해 2.8%증가), 현 정부의 '건전 재정' 기조는 변함 없다고 할 수 있다.

채권시장이 주목할 부분은 국고채 발행 증가다. 예산안에 근거한 '25년 국고채 발행은 201.3조원(전년 대비 +42.8조원)이며, 국고채 순발행은 83.7조원(전년 대비 +33.9조원), 차환 발행은 102.2조원(전년대비 +8.7조원)이다. 팬데믹 기간인 '20~'22년 연평균 순발행 규모인 111조원에 대비해서는 작지만, 전년비 증가율이 68%나 된다는 점은 부담이다.

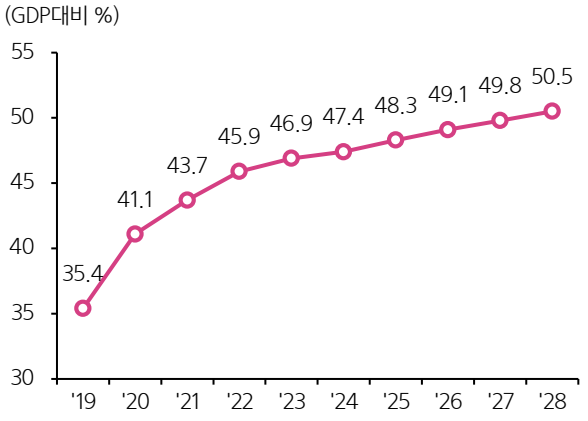
2022년 이후에는 기업 실적 둔화 등에 따른 세수 부족에도 불구하고, 추가경정 예산 편성 없이 국채 순발행도 매년 줄어드는 기조였기 때문에 국채 발행 증가에 대한 경계감 자체가 높지 않았다. 내년의 국채 발행이므로 당장의 발행량 증가는 아니지만, 해가 바뀌면서 1월부터 국채 발행량이 크게 늘어나게 되는 부분은 연말의 포지션을 고민하는 입장에서는 부담 요인으로 작용할 수밖에 없을 것이다.

국채 발행 추이 및 계획



자료: 기획재정부, 삼성증권

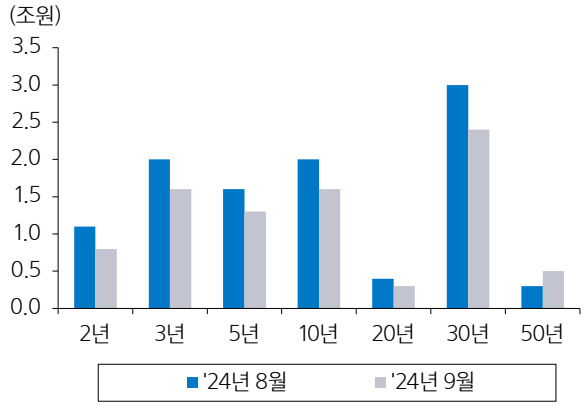
국가 채무 추이 및 전망



자료: 기획재정부, 삼성증권

Preview

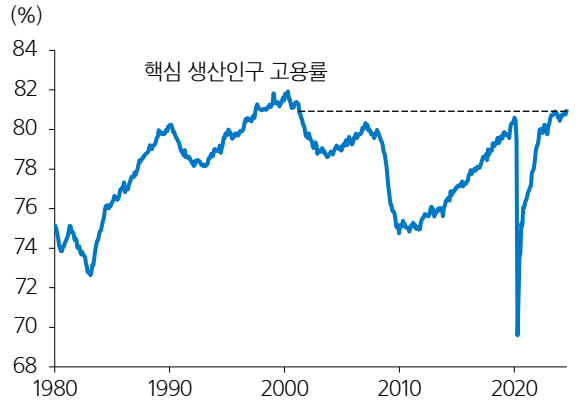
한국 9월 국채 발행계획



- 9월 국고채 경쟁 입찰 발행 물량은 8.5조원으로 8월 대비 2조원 감소. (국고2년 1.1조원→0.8조원, 국고3년 2.0조원→1.6조원, 국고5년 1.6조원→1.3조원, 국고10년 2.0조원→1.6조원, 국고20년 0.4조원→0.3조원, 국고30년 3.0조원→2.4조원, 국고50년 0.3조원→0.5조원)
- 8월 국채 실제 발행량은 11.8조원. 1~8월 국채 발행량은 총 127.7조원으로 올해 목표 발행 규모(158.4조원)의 80% 상회.
- 8월까지 장기물(20년~50년) 발행물 비중은 36%로 정부의 목표(35±3%) 수준에 있음. 기재부는 30년 등 장기물 발행을 탄력적으로 조정한다고 언급했지만 올해 공급 확대 여력은 크지 않음

자료: 기획재정부, 삼성증권

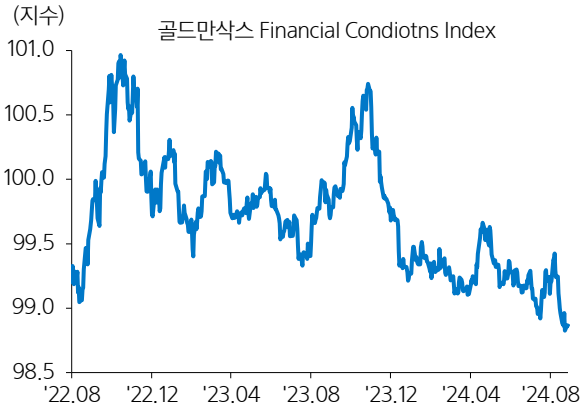
미국 비농업 고용(9/6)



- 현재와 같은 고용 증가< 경제활동 참가율 상승에 따른 실업률 상승은 일드커브 역전과 마찬가지로 이번 사이클에서 경기 침체 대한 false alarm이 될 가능성이 높음
- 25~54세 미국 핵심 생산인구(prime age)의 고용률은 지속적으로 상승하여 7월 기준 80.9%로 지난 2001년 3월 이후 최고 수준
- 미국 노동시장은 일부에서 우려하는 급격한 악화가 아닌 팬데믹 이후의 과열 국면에서 보다 정상적인 완전 고용 국면으로 쿨다운 되고 있다는 판단. 8월 비농업 지표가 컨센서스 수준으로 발표된다면 연준의 빅컷 가능성은 크게 감소할 것

자료: BLS, 삼성증권

미국 9월 FOMC(17~18)



- 미국 기준금리는 9월 첫 인하가 시작되어, 올해 남은 3번의 FOMC(9월-11월-12월)에서 25bp씩 점진적인 금리 인하 전망
- 9월 FOMC에서 연준의 빅컷 필요성 제한적. 1) 미국 7월 실업률 상승 원인이 경제활동인구 증가 영향이 컸다는 점, 2) 미국의 금융여건이 완화적인 수준을 기록하고 있는 상황
- 다만 연내 50bp 인하가 단행될 수 있는 조건은 1) 노동시장의 예상치 못한 부진(0.2%pts 이상의 실업률 상승 or 신규 고용의 감소), 혹은 2) 금융여건의 급격한 악화(10% 이상의 증시 급락이나 신용 스프레드 확대 등)로 판단

자료: Bloomberg, 삼성증권

Review

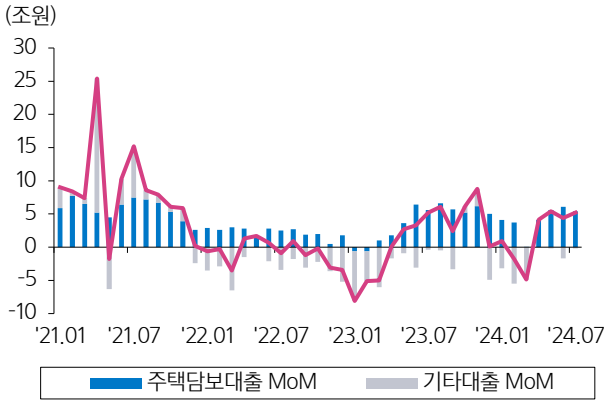
한국은행 경제 전망('24.8월)

	'24년 상반기	'24년 하반기	연간
GDP 성장률	2.8	2.0	2.4
민간소비	1.0	1.8	1.4
설비투자	-2.3	2.6	0.2
건설투자	0.8	-2.2	-0.8
재화수출	8.4	5.6	6.9
재화수입	-1.4	4.6	1.6
CPI	2.8	2.2	2.5
근원 CPI	2.4	2.1	2.2

자료: 한국은행, 삼성증권

- 8월 수정 경제 전망에서 한국은행은 GDP 성장률을 0.1%p 하향 조정하고 물가 전망도 0.1%p 하향조정
- 근원물가가 2%대 초반에서 안정된 가운데 농산물가격 상승률도 상당 폭 둔화되면서 물가는 한국은행의 목표 수준에 수렴할 전망
- 국내경제는 수출이 호조를 지속하고 내수는 당초 경로에는 다소 못 미치지만 회복흐름을 재개하면서 2%대 초중반 수준의 양호한 성장세를 이어갈 전망
- 이창용 총재는 물가 측면에서 금리 인하 조건이 충족되었다고 언급. 다만 부동산 가격 상승 및 가계부채 증가로 금융안정 측면을 고려해 금리를 동결

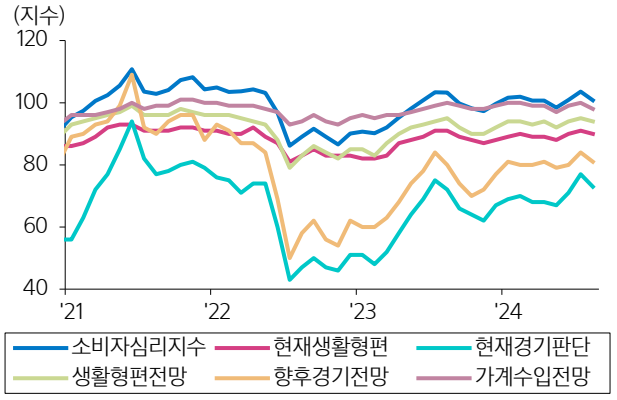
가계대출



자료: 금융위, 삼성증권

- '24.7월중 전 금융권 가계대출은 총 +5.3조원 증가하여 전월(+4.2조원) 대비 증가 폭 확대
- 주택 담보대출은 +5.4조원 증가하여 전월(+6.0조원) 대비 증가 폭이 축소되었는데, 이는 은행권 주담대 증가 폭이 전월 대비 축소(6.2조원→5.6조원)된 데 주로 기인
- 가계대출이 4월부터 증가세로 전환한 이후 정책성 대출과 주담대를 중심으로 지속적으로 증가. 정부는 가계부채 증가 억제를 위해 부동산 공급 대책을 발표하고, 9월부터 2단계 스트레스 DSR 대출 시행 예정

한국 8월 CSI



자료: 한국은행, 삼성증권

- 소비자심리 지수는 8월 중 100.8으로 2.8p 하락
- 현재 경기판단 -4p, 향후경기전망 -3p 등 하락했으며, 현재생활형편, 생활형편 전망, 가계수입 전망도 모두 하락
- 한편, 기대 인플레이션율은 2.9%로 낮아져 전월에서 변화 없었음

9월 이벤트 캘린더

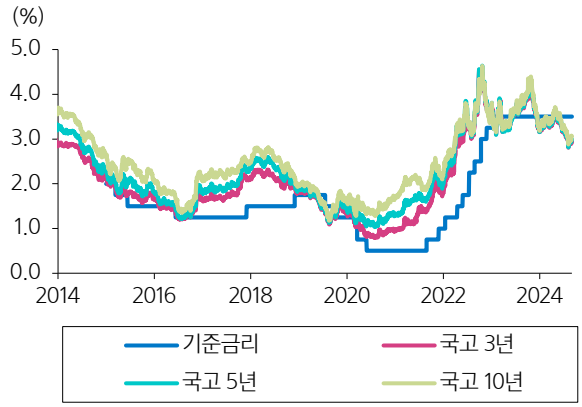
MON	TUE	WED	THU	FRI
9/2 • **한국 국고채 30년물 입찰** • 한국 8월 수출입동향 • 중국 8월 차이신 제조업	3 • 미국 8월 ISM 제조업 • 한국 8월 소비자물가	4 • 미국 7월 JOLTs • 중국 8월 차이신 비제조업	5 • 미국 8월 ISM 비제조업 • 미국 ADP 민간고용 • 한국 2Q GDP(확)	6 • 미국 8월 비농업고용 • 미국 8월 임금상승률 • 미국 8월 실업률 • 한국 8월 소비자물가 • 유로존 2Q GDP(확)
9 • **한국 국고채 3년물 입찰** • 중국 8월 CPI·PPI • 일본 2Q GDP(확)	10 • 미국 국채 3년물 입찰 • 미국 NFIB 중소기업 낙관지수	11 • 미국 국채 10년물 입찰 • 미국 8월 소비자물가	12 • 미국 국채 30년물 입찰 • 미국 8월 생산자물가 • 유로존 ECB 통화정책회의	13 • **한국 국고채 50년물 입찰** • 중국 8월 산업생산·소매판매·고정자산투자
16	17 • **한국 국고채 2년물 입찰** • 미국 국채 20년물 입찰 • 미국 8월 소매판매 • 미국 8월 산업생산 • 미국 NAHB 주택가격지수	18 • 미국 8월 건축허가 • 미국 8월 주택착공	19 • 미국 9월 FOMC • 미국 8월 기존주택판매 • 영국 BOE 통화정책회의	20 • 일본 BOJ 통화정책회의 • 일본 8월 소비자물가 • 중국 LPR 금리 (1·5년) 결정
23 • **한국 국고채 10년물 입찰**	24 • 미국 국채 2년물 입찰 • 미국 7월 CS 주택가격지수 • 미국 CB 소비자신뢰지수 • 호주 RBA 통화정책회의	25 • 미국 국채 5년물 입찰 • 미국 8월 신규주택판매 • 한국 9월 소비자심리지수 (CCSI 지수)	26 • 미국 국채 7년물 입찰 • 미국 2Q GDP(확)	27 • 미국 8월 PCE 물가 • 한국 9월 기업경기실사 (BSI 지수) • 유로존 9월 CPI(잠)
30 • **한국 국고채 5년물 입찰**	10/1 • **한국 국고채 20년물 입찰**		•	•

참고: 한국시간 기준. (확)은 확정치, (잠)은 잠정치
자료: Bloomberg, Infomax, 삼성증권

주요 금융시장 지표

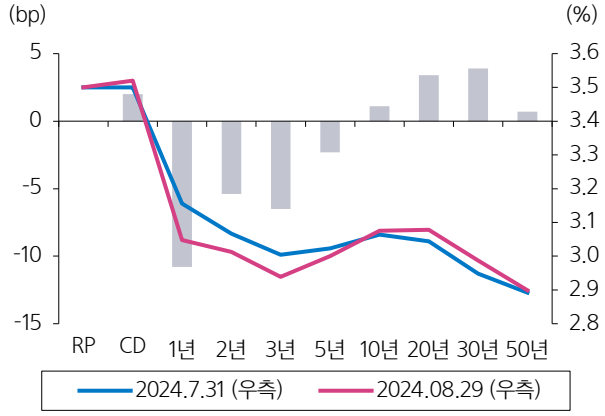
>> 주요 금리 및 스프레드

주요 금리 추이



자료: 금융투자협회

수익률 곡선 변화



자료: 금융투자협회

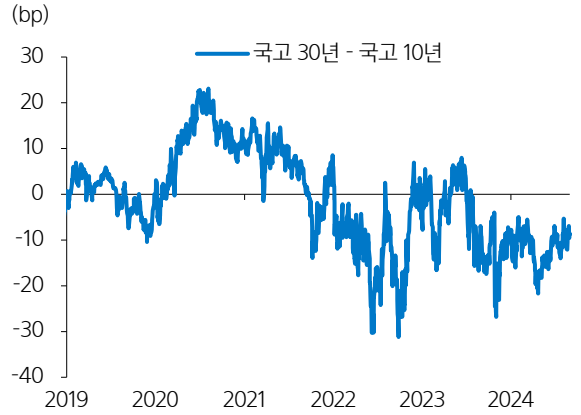
국고 3년 - 기준금리 스프레드

자료: 금융투자협회

국고 10년 - 국고 3년 스프레드

자료: 금융투자협회

국고 30년 - 국고 10년 스프레드



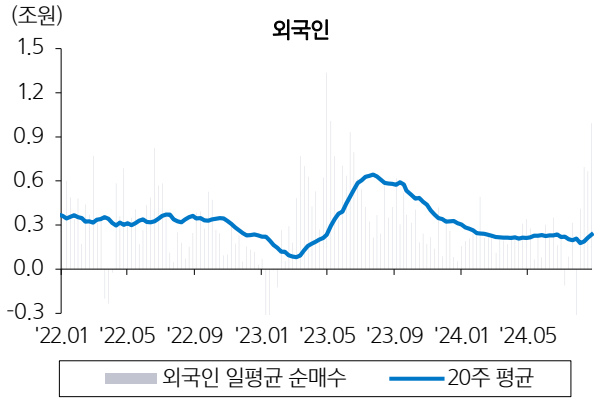
자료: 금융투자협회

회사채(AA-) 3년 - 국고 3년 스프레드

자료: 금융투자협회

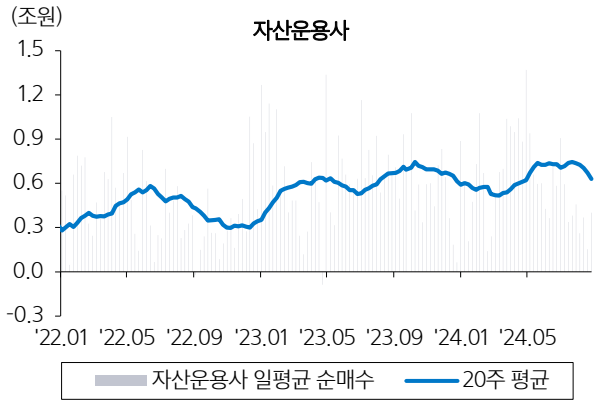
주체별 채권 수요

주체별 채권 순매수(주별) - 외국인



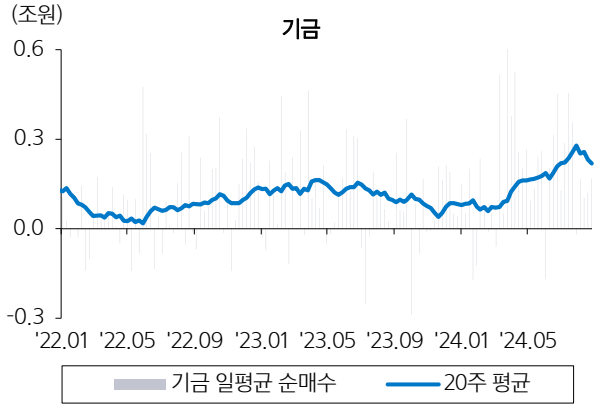
자료: 금융투자협회

주체별 채권 순매수(주별) - 자산운용사



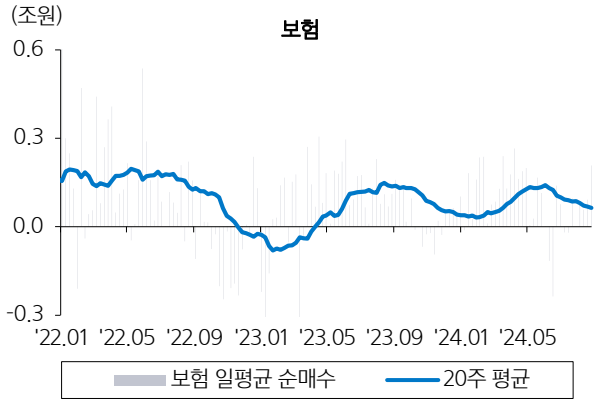
자료: 금융투자협회

주체별 채권 순매수(주별) - 기금



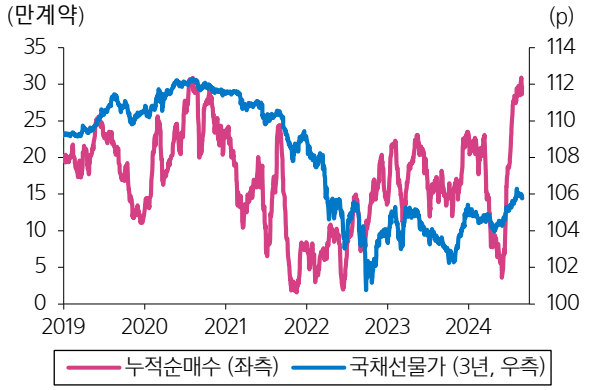
자료: 금융투자협회

주체별 채권 순매수(주별) - 보험



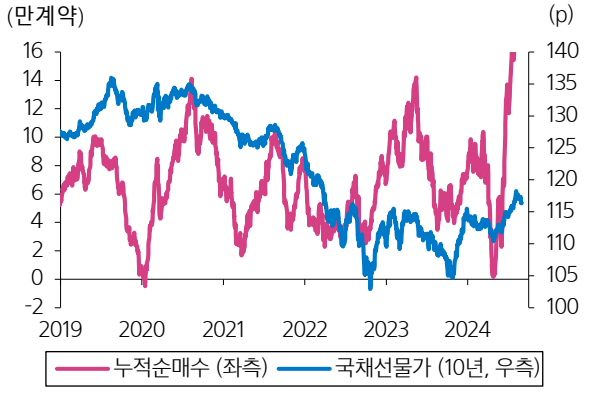
자료: 금융투자협회

외국인 3년 국채선물 누적 순매수



자료: 금융투자협회

외국인 10년 국채선물 누적 순매수



자료: 금융투자협회

>> 금리 및 스프레드 표

주요 금리 변화(7월 말 이후)

(%, bps)	현재 수익률	6월 말 대비	최저	최고	평균
통안 1년	3.05	(10.8)	3.01	3.13	3.05
통안 2년	3.01	(5.4)	2.90	3.04	2.99
국고 2년	3.06	(8.9)	3.04	3.14	3.07
국고 3년	2.94	(6.0)	2.81	2.98	2.92
국고 5년	3.00	(2.0)	2.82	3.00	2.94
국고 10년	3.08	2.0	2.88	3.08	2.99
국고 20년	3.06	(2.9)	2.93	3.06	3.03
국고 30년	2.99	4.0	2.83	2.99	2.90
국고 50년	2.90	0.7	2.78	2.90	2.83
공사채AAA	3.19	(0.5)	3.02	3.19	3.14
회사채AA-	3.50	4.0	3.28	3.50	3.42

참고: 8/29일 종가 기준. 크레딧 금리 및 스프레드는 3년물 기준
자료: Infomax

주요 스프레드 변화(7월 말 이후)

(bps)	현재 스프레드	6월 말 대비	최저	최고	평균
국3-기준	(44.5)	(8.9)	(46.4)	(36.1)	(43.3)
국3-국2	(11.5)	2.9	(25.0)	(10.8)	(14.5)
국5-국3	6.0	4.0	0.0	6.0	2.1
국10-기준	(42.0)	2.0	(62.0)	(42.0)	(50.7)
국10-국3	14.0	8.0	3.0	14.0	7.1
국10-국5	8.0	4.0	2.0	8.0	5.0
국20-국10	(2.3)	(4.9)	(2.4)	7.0	3.5
국30-국20	(9.0)	2.0	(13.0)	(5.0)	(9.3)
국50-국30	(18.1)	(1.3)	(18.7)	(10.4)	(16.0)
공사채 AAA	24.8	5.5	19.5	24.8	22.0
회사채 AA-	56.0	10.0	46.0	56.0	50.0

참고: 8/29일 종가 기준. 크레딧 금리 및 스프레드는 3년물 기준
자료: Infomax

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA