CONDERI

FOCUS COLUMN 09 | 콘데리 포커스 칼럼 | 대외 공개판

# 충격은 미국에서 오고, 청구서는 아시아에 온다

**The Shock Starts in America.**
**The Bill Arrives in Asia.**

**이 칼럼이 다루는 것**

11월 14일 영국 주간지의 커버 스토리는 “AI 붕괴는 예상하되, 금융 대재앙은 아니다”라는 제목으로 미국 경제의 직접 노출이 GDP의 0.3% 수준이라고 계산했습니다. 그 계산이 맞다면, 남는 질문은 하나입니다. **그렇다면 이 충격의 청구서는 누구에게 갈까.** 이 칼럼은 한국의 창업가와 경영진이 미국의 금리 뉴스가 아니라 자기 매출의 고객 구조를 봐야 하는 이유를 세 개의 숫자로 설명합니다.

**0.3%**
미국 GDP의 AI 설비투자
직접 노출(주간지 계산)

**3.6%**
2025~2032년 연평균
AI 투자 규모(GDP 대비)

**14%**
대만의 2026년 성장률
— 충격에 더 가까운 경제

**–5,475억**
11-13 하루 외국인
유가증권 순매도

# 들어가며: 붕괴는 미국에서 계산되고, 매출은 아시아에서 사라진다

미국 GDP의 0.3%와 대만 성장률의 14% — 같은 사건을 두 경제가 다르게 겪는 이유

### 지금 벌어진 일

11월 12일, 세계에서 가장 큰 반도체 회사의 최고경영자가 사흘 만에 회사를 떠났다. 같은 주에 미국 10년물 금리는 5.15%로 올랐고, 반도체 62개 종목은 이틀에 6,500억 달러를 잃었고, 그런데도 지수는 8월 이후 가장 좋은 한 주를 보냈다. 이 모순을 설명하는 문장은 시장 분석이 아니라 회계에서 나온다. **이번 AI 붐은 부채가 아니라 자기자본으로 조달됐다.**

### 세 개의 숫자와 하나의 회계

영국 주간지가 11월 14일 커버 스토리에서 계산한 숫자는 세 개다. 2025년부터 2032년까지 AI 투자는 연평균 미국 GDP의 3.6%에 이른다. AI에 민감한 상위 10개 종목은 S&P500의 약 40%를 차지하고, 가계 순자산 중 주식 비중은 38%로 닷컴 정점보다 4분의 1 높다. 그런데 미국 경제가 AI 설비투자에 직접 노출된 비중은 GDP의 0.3%에 불과하다. 투자 대부분이 수입 장비, 즉 칩에 들어가기 때문이다. 그래서 주간지는 붕괴는 올 수 있지만 1873년식 금융 재앙은 아니라고 정리한다. 하이퍼스케일러 다섯 회사의 부채와 리스 약정은 장부가의 30%, 시가총액의 6% 수준이고, AI 관련 신용은 미국 비금융부문 대출을 추세선 위로 밀어올리지 않았다.

**40%**
S&P500에서 AI 민감 상위 10개 종목이 차지하는 비중

**38%**
미국 가계 순자산 중 주식 비중 — 닷컴 정점보다 약 25% 높다

**6%**
하이퍼스케일러 부채·리스 약정이 시가총액에서 차지하는 비중

**1조$**
2025년 8월까지 12개월간 미국 주식에 들어온 순외국인 자금(사상 최초)

### 그렇다면 청구서는 어디로 가는가

이 회계가 맞다면, 다음 질문은 누가 청구서를 받느냐다. 여기서 미국의 계산과 아시아의 경험이 갈린다. 칩은 미국으로 수입되지만, 그 칩을 만드는 나라의 성장률은 훨씬 민감하다. 주간지는 대만의 2026년 성장률을 14%로 적으면서, AI 충격이 대만 경제에는 미국보다 훨씬 심각할 것이라고 명시했다. 한국도 같은 선상에 있다. 메모리와 장비, 소재, 냉각, 전력기기 — 이번 사이클의 현금흐름이 실제로 쌓인 곳은 미국의 데이터센터가 아니라 그 데이터센터에 부품을 넣은 아시아의 공장이다.

**비대칭 노출** 미국은 주가로 충격을 받고, 아시아는 매출로 충격을 받는다. 같은 사건, 다른 통장

# 세 개의 경로: 우리 회사에 청구서가 도착하는 방식

고객의 설비투자, 외국인 자금, 조달 비용 — 창업가가 실제로 관리할 수 있는 것은 첫 번째와 세 번째다

### 세 개의 경로

한국 창업가에게 이 이야기가 남의 일이 아닌 이유는 세 개의 경로 때문이다.

### 경로 1 — 고객의 설비투자 사이클

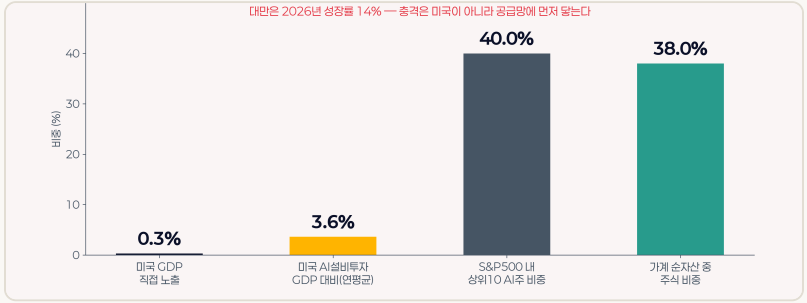
국내 소재·부품·장비 기업의 매출은 미국 하이퍼스케일러의 자본지출 계획에 6~9개월 늦게 반응합니다. 코어위브가 2026년 자본지출 가이던스를 370억~390억 달러로 올린 것은 국내 공급사에 수주 뉴스지만, 같은 회사의 회사채 금리가 16%를 넘었다는 것은 그 가이던스가 조달 환경에 따라 조정될 수 있다는 신호입니다. **고객의 계약과 고객의 자금조달 능력은 다른 변수입니다.**

### 경로 2 — 외국인 포트폴리오 자금

11월 10일부터 12일까지 외국인은 유가증권에서 1조 5,290억 원을 순매수했고, 13일 하루에 5,475억 원을 순매도했습니다. 오전 11시 40분에 방향이 바뀌자 코스피는 장중 5,504에서 5,259까지 밀렸습니다. 지수의 방향은 실적이 아니라 이 자금의 손끝에서 정해졌습니다.

### 경로 3 — 조달 비용

AI 인프라 기업이 자산담보와 선수금으로 조달하는 구조는 금리가 오르면 계약 조건이 먼저 바뀝니다. 국내에서도 같은 일이 벌어질 수 있습니다. 매출채권 담보, 고객 선수금, 벤더 보증에 기대는 자금 구조는 금리 국면에서 가장 먼저 재협상 대상이 됩니다.




자료: The Economist 2026-11-14 커버 스토리 및 공개 통계 종합

### 주가의 문제와 매출의 문제

이 세 경로를 하나로 묶으면 문장이 하나 나온다. 미국의 AI 붐은 주가의 문제이고, 아시아의 AI 붐은 매출의 문제다. 주가는 할인율에 반응하지만 매출은 고객의 지출 결정에 반응한다. 그래서 미국의 금리 뉴스는 우리에게 간접 변수이고, 우리 고객의 자본지출 계획은 직접 변수다.

# 그래서 무엇을 할 것인가: 세 개의 표

매출 노출표, 조달 만기표, 계약 조건표 — 전망을 쓰지 않고 리스크를 관리하는 방법

### 전망 대신 표

그래서 지금 필요한 것은 전망이 아니라 표다. 2027년 예산을 쓰는 회사라면 세 개의 표를 만들어야 한다.

| 표 | 무엇을 적는가 | 왜 필요한가 |
|---|---|---|
| **매출 노출표** | 매출을 AI 설비투자 사이클 의존 / 비의존으로 나눈 비중, 상위 3개 고객 비중 | 사이클이 꺾일 때 몇 개월 치 매출이 사라지는지 숫자로 알 수 있다 |
| **조달 만기표** | 금리 5.30% 가정에서 2027~2028년 차환 금액, 변동금리 비중, 담보 제공 여력 | 금리 30bp 상승이 이자비용 몇 %인지 미리 계산된다 |
| **계약 조건표** | 선수금·중도금·잔금 비율, 지수연동·환율조정 조항 유무, 검수 조건 | 조달 비용 상승을 계약으로 전가할 수 있는지 판단할 수 있다 |

### 같은 주에 갈린 두 숫자

세 표는 화려하지 않다. 그러나 이번 주 시장이 보여준 것은 화려한 전망이 아니라 이 세 표의 유무였다. 지수가 8월 이후 최고의 주를 보낸 같은 주에, 반도체 62개 종목은 이틀 만에 6,500억 달러를 잃었다. 같은 지수 안에서 어떤 회사는 +19%, 어떤 회사는 −13%였다. 차이를 만든 것은 AI에 대한 믿음이 아니라 계약의 구조와 자금의 구조였다.

# English Summary / 영문 요약

The bill arrives through customers, flows and financing - not through the Fed

### English Summary

On 14 November the Economist argued that an AI crash is plausible but a financial cataclysm is not: AI investment is projected to average 3.6% of American GDP between 2025 and 2032, the ten most AI-exposed stocks are close to 40% of the S&P 500, and equities are 38% of American household net worth - about a quarter above the dot-com peak. Yet the direct exposure of the American economy is only about 0.3% of GDP, because most of the capital expenditure goes into imported equipment. That arithmetic is reassuring for America and uncomfortable for Asia. The same article notes that Taiwan, growing at 14% this year, would suffer far more than the United States from an AI crunch. Korea sits on the same line: memory, equipment, materials, cooling and power equipment are where this cycle's cash flow actually accumulates.

### Three channels through which the bill arrives

For Korean founders the exposure runs through three channels. First, the capital expenditure cycle of their customers: domestic component makers react to hyperscaler spending plans with a six to nine month lag, and a customer's order book and its ability to finance that order book are different variables - CoreWeave raised its 2026 capital expenditure guidance to $37-39 billion while some of its bonds yielded above 16%. Second, foreign portfolio flows: foreign investors bought a net KRW 1.53 trillion over three sessions and sold KRW 547.5 billion in a single day on 13 November, moving the KOSPI 245 points intraday. Third, the cost of financing: structures built on receivables, customer prepayments and vendor guarantees are the first to be renegotiated when rates rise.

### What to build instead of a forecast

The practical answer is not a forecast but three tables: a revenue exposure table that separates AI capital-expenditure-dependent revenue from the rest and shows the top three customer concentration; a refinancing maturity table computed at a 5.30% rate assumption; and a contract terms table recording prepayment ratios and indexation clauses. What separated the companies that rose 19% from the one that fell 13% in the same week was not conviction about AI but the structure of their contracts and their funding.

**One line** **America's AI boom is a question of share prices. Asia's is a question of revenue. What we can manage is not the outlook but the tables**

**발행** CONDERI AI산업전략연구실 | 문서등록번호 CONDERI-FC-2026-11-15 | 문의 contact@conderi.com