CONDERI

GLOBAL OMNIBUS 11 | McKinsey · WSJ · FT · The Economist · Bloomberg

지출은 역사상 최대, 현금은 마이너스

Record Capex, Negative Cash — The Financing Question Behind the AI Boom

이 리포트가 다루는 것

세계 4대 하이퍼스케일러의 2026년 설비투자 계획 합계는 약 7,200억~7,400억 달러입니다. 같은 기간 메타·알파벳·아마존의 자유현금흐름은 마이너스로 돌아섰습니다. 더 이코노미스트는 11월 16일 "AI 붐이 스스로를 유지할 만큼 돈을 벌 수 있는가"를 물었고, 앤트로픽은 상장을 앞두고 증권신고서에 "언뜻 무책임해 보일 만큼 큰 선행 투자"를 경고로 적었습니다. 이 번호는 지출·조달·단가·손익의 네 층에서 그 간격을 분해합니다.

7,200억$
4대 하이퍼스케일러
2026년 설비투자 합계(추정)

−9.07억$
알파벳 3분기
자유현금흐름

4,500억$
AI 관련 글로벌 채권 발행
(2026년 9월 초 누적 추정)

37%
AI가 EBIT에 긍정 기여
했다는 응답 비중

Executive Summary / 요약

Demand is real, cash is negative, and the bridge is debt

720~740십억$
4대 하이퍼스케일러 2026 설비투자

1조$ 이상
2027년 하이퍼스케일러 설비투자 전망

450십억$
AI 관련 채권 발행(누적 추정)

70~75%
에이전트 변동비 중 인간 검증 비중

오늘의 결론 — 문제는 지출의 크기가 아니라 지출의 조달 방식이다

AI 설비투자 논쟁은 대개 규모로 요약됩니다. 그러나 2026년 3분기 숫자는 다른 것을 보여줍니다. 구글 클라우드는 매출이 103% 늘어 307억 달러가 됐고, AWS는 39% 늘어 460억 달러, 애저는 48% 성장했습니다. 수요는 실재합니다. 문제는 현금입니다. 메타의 3분기 자유현금흐름은 −21억2,000만 달러로 전년 동기 +106억3,000만 달러에서 뒤집혔고, 알파벳은 −90억7,000만 달러, 아마존은 최근 12개월 −424억 달러입니다. 같은 기간 알파벳의 장기부채는 216억 달러에서 1,251억 달러로 늘었습니다. 지출이 영업현금으로 감당되지 않을 때, 그 지출의 가격은 주식이 아니라 채권에서 정해집니다.

① 지출

메타 1,350~1,450억 달러, 알파벳 1,950~2,050억 달러, 마이크로소프트 1,700억 달러, 아마존 2,200억 달러. 합계 약 7,200억~7,400억 달러로 추정됩니다.

② 조달

모건스탠리 추정 AI 관련 글로벌 채권 발행은 2026년 9월 초 누적 약 4,500억 달러로 2025년 전체의 두 배를 넘습니다. JP모건은 2026~2030년 4조1,000억 달러가 부채로 조달될 것으로 봅니다.

③ 단가

McKinsey는 은행 상담 에이전트의 변동비 중 토큰 비용을 20~25%, 인간 검증을 70~75%로 추정합니다. 원가의 본체는 모델이 아니라 사람의 확인 시간입니다.

한 줄 수요는 실재하고 현금은 마이너스다 — 이 간격을 메우는 것이 2027년의 과제

I. The Economist — 시간표가 밸류에이션을 이긴다

The boom must fund itself, and the clock is the argument

[The Economist] AI 붐은 스스로를 유지할 만큼 벌 수 있는가

더 이코노미스트는 11월 16일 "AI 붐이 스스로를 유지할 만큼 충분한 돈을 벌 수 있는가"라는 질문을 던졌습니다. 논지는 밸류에이션이 아니라 시간표입니다. 기업가치는 언제 어떤 현금흐름이 들어올지에 대한 용감한 가정 위에 서 있고, AI의 능력이 인간을 넘어서는 시점에 대한 추정은 그 가정을 더 불확실하게 만듭니다. 시장은 일관성을 가질 여유가 없습니다.

증권신고서에 적힌 경고

앤트로픽은 첫 대형 순수 AI 개발기업으로 상장을 앞두고 있습니다. 이코노미스트가 인용한 증권신고서의 문장이 눈에 띕니다. "우리의 의사결정은 투자자의 기대와 어긋날 수 있습니다. 언뜻 무책임해 보일 만큼 큰 선행 투자를 포함해." 성장 기업이 스스로의 지출 규모를 위험 요인으로 명시하는 것은 드문 일입니다. 이 문장은 상장 시점의 성격을 규정합니다.

매체·기관	핵심 논점	근거 수치
The Economist (11-16)	AI 붐의 자기 유지 가능성	앤트로픽 증권신고서 경고 문구
IMF 세계금융안정보고서 (10월)	AI 조정을 3대 위험 중 하나로 지정	하이퍼스케일러·약체 AI기업 거래 3,000억 달러
영란은행 금융정책위 (9월)	밸류에이션 재평가 위험	AI 관련 채권 발행 4,500억 달러 추정
McKinsey (8-24, 11-09)	에이전트 단위경제와 EBIT 격차	EBIT 기여 응답 37%

II. 지출 — 7,200억 달러는 줄지 않았다

Hyperscaler capex, 2026 plans and Q3 actuals

기업	2026년 설비투자 계획	3분기 지출	3분기 매출 성장
아마존	2,200억 달러(유지)	773억 달러	AWS +39% (460억 달러)
알파벳	1,950~2,050억 달러(유지)	514억 달러	구글 클라우드 +103% (307억 달러)
마이크로소프트	1,700억 달러(1,750억에서 하향)	—	애저 +48%
메타	1,350~1,450억 달러	349억 달러	전체 +26% (646억 달러)
합계	약 7,200~7,400억 달러	—	2027년 1조 달러 이상 전망

읽는 법 — 하향과 유지가 갈린 이유

마이크로소프트는 연간 설비투자 전망을 1,750억 달러에서 1,700억 달러로 낮췄고, 그 이유를 외부 GPU 공급 지연으로 설명했습니다. 수요 부족이 아니라 공급 병목이라는 뜻입니다. 반대로 아마존과 알파벳은 계획을 유지했고 두 회사 모두 2027년에 더 크게 늘리겠다고 밝혔습니다. 메타는 금융리스 원금 상환을 포함해 집계하는 등 회계 정의가 회사마다 다르므로 합계는 추정치로 다뤄야 합니다. 이 표에서 확인할 것은 절대 규모보다 방향입니다. 네 회사 중 셋이 2027년 증가를 예고했습니다.

관찰 설비투자는 줄지 않았고, 조달 방식만 바뀌었다

III. 현금 — 마이너스로 돌아선 자유현금흐름

When capex exceeds operating cash, the price is set in credit markets

기업	3분기 자유현금흐름	직전 비교	장기부채
메타	−21억2,000만 달러	전년 동기 +106억3,000만 달러	809억2,000만 달러(2025년 말 587억4,000만)
알파벳	−90억7,000만 달러	—	1,251억 달러(전년 216억 달러)
아마존	최근 12개월 −424억 달러	—	—

현금흐름이 뒤집힌다는 것의 의미

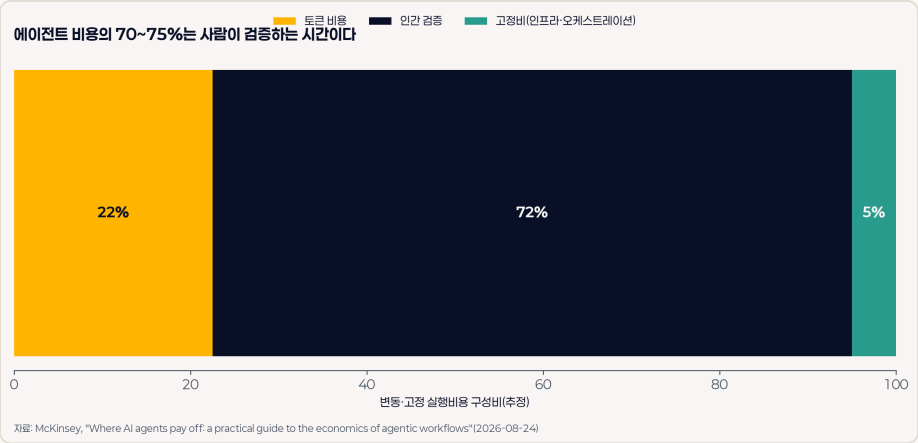
자유현금흐름이 마이너스라는 것은 설비투자를 영업활동 현금으로 감당하지 못한다는 뜻입니다. 그 차이는 부채와 자본으로 메워집니다. 알파벳의 장기부채가 216억 달러에서 1,251억 달러로 늘어난 것이 그 증거입니다. 메타는 2026년 9개월 동안 249억1,000만 달러의 신규 장기부채를 조달했고, 2027년 1월부터 효력이 발생하는 무의결권 주식 신설을 발표하며 그 이유 중 하나로 AI 전환에 필요한 투자 규모를 들었습니다.

조달 구조가 만드는 세 가지 위험

첫째, 금리 민감도입니다. 부채 조달 비중이 커지면 할인율 변화가 설비투자 계획 자체를 흔듭니다. 둘째, 만기 구조입니다. 장기 채권 발행이 늘면 2029~2031년에 만기가 몰립니다. 셋째, 순환 금융입니다. IMF는 하이퍼스케일러와 약체 AI 기업 사이 3년간 3,000억 달러 거래와 6,500억 달러 부채가 1조4,000억 달러의 미래 약정과 맞물려 있다고 지적했습니다. 이는 위법의 발견이 아니라 실질 수요를 가리기 어렵게 만드는 구조에 대한 경고입니다.

Ⅳ. McKinsey — 원가의 본체는 모델이 아니라 검증이다

Where AI agents pay off: unit economics of agentic work



자료: McKinsey, Where AI agents pay off (2026-08-24)

[McKinsey] 토큰은 원가의 4분의 1이고, 사람의 검증이 4분의 3이다

McKinsey의 에이전트 경제학 분석은 원가 구조를 세 층으로 나눕니다. 은행 고객상담 에이전트의 경우 토큰 비용은 변동 실행비의 20~25%에 불과하고, 사람의 검증이 70~75%를 차지합니다. 고정비는 인프라와 오케스트레이션입니다. 프론티어 모델의 토큰 단가는 입력 100만 개당 5달러, 출력 30달러, 경량 모델은 0.20달러와 1.25달러 수준입니다. 그러나 모델 선택만으로 원가를 낮추는 접근은 예외 처리율과 검증 절차를 그대로 두기 때문에 한계가 있습니다.

고객 온보딩 사례

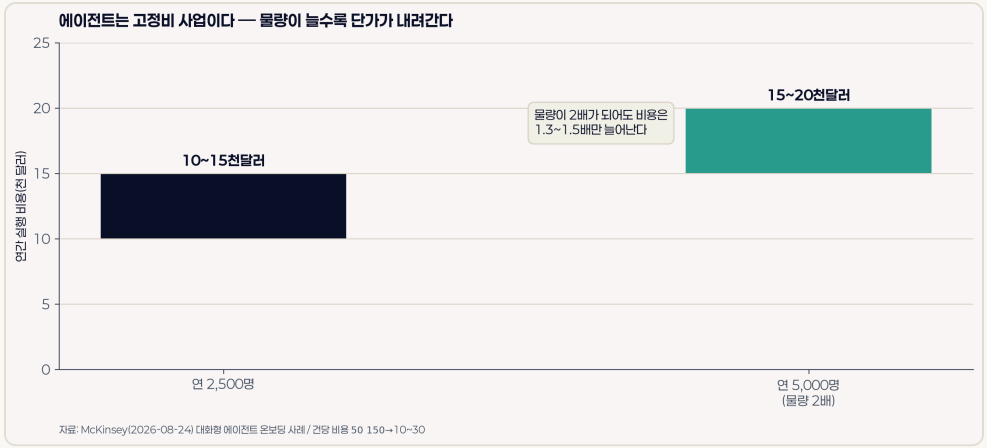
일반적 벤치마크에서 고객 1명당 온보딩 비용은 50~150달러에서 10~30달러로 낮아질 수 있습니다. 단일 에이전트가 아니라 5~7개 에이전트, 여러 결정론적 시스템, 2~4개 팀의 검증이 합쳐진 결과입니다.

측정 지표의 전환

McKinsey가 제안하는 지표는 "완료된 업무의 총비용(fully loaded cost of completed work)"입니다. 토큰 단가가 아니라 온보딩 1건, 클레임 1건을 끝내는 시점까지의 비용입니다.

V. 규모 — 고정비를 물량으로 나누는 사업

Scale amortises fixed cost; reuse multiplies it



자료: McKinsey(2026-08-24)

[McKinsey] 에이전트는 고정비 사업이다

대화형 에이전트로 연 2,500명을 온보딩하는 비용은 1만~1만5,000달러입니다. 물량을 두 배로 늘리면 비용은 1만5,000~2만 달러로 1.3~1.5배만 늘어납니다. 고정비를 물량으로 나누는 구조이기 때문입니다. 여기서 두 가지 전략적 결론이 나옵니다. 첫째, 물량이 큰 반복 업무를 골라야 합니다. 둘째, 한 번 만든 에이전트를 여러 워크플로에 재사용해야 합니다. 에이전트를 하나 더 만드는 비용보다 같은 에이전트를 다른 업무에 붙이는 비용이 훨씬 낮습니다.

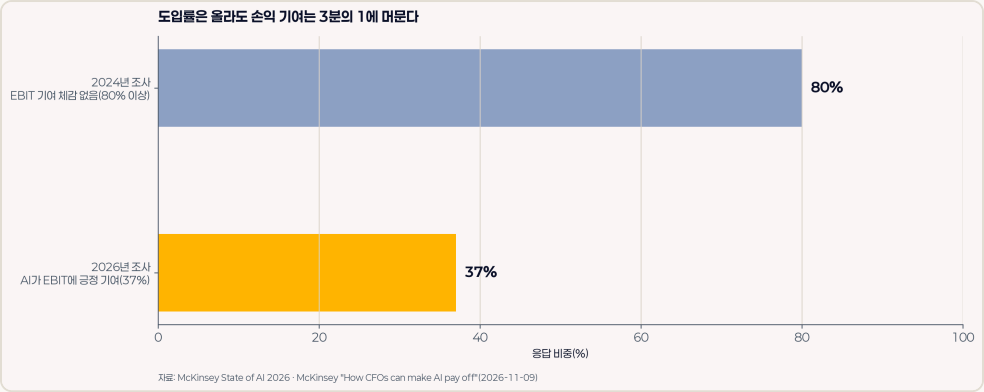
전략적 함의 — 어떤 워크플로를 고를 것인가

McKinsey는 두 가지 테스트를 제시합니다. 첫째, 에이전트가 사업모델 자체를 확장하는가. 전문가가 한정 자원이어서 고가 고객에게만 제공하던 서비스를 대중화할 수 있는가입니다. 둘째, 규모에서 단위경제가 성립하는가. 기술적으로 인상적이어도 가치가 되지 않는 사례가 많습니다. 반복 작업의 모집단이 크고 자동화 여지가 큰 워크플로가 정답에 가깝습니다.

적용 **원가를 낮추는 길은 모델 교체가 아니라 예외율과 검증 절차의 재설계다**

VI. 손익 — 37%라는 숫자

Adoption is broad; EBIT contribution is narrow



자료: McKinsey State of AI 2026 · How CFOs can make AI pay off (2026-11-09)

[McKinsey] 도입률과 손익 기여 사이의 간격

McKinsey의 2026년 조사에서 AI 사용이 EBIT에 긍정적으로 기여했다고 답한 비중은 37%입니다. 2024년 여름 조사에서 생성형 AI가 기업 수준 EBIT에 뚜렷한 영향을 주지 못한다고 답한 비중이 80%를 넘었던 것과 비교하면 개선이지만, 여전히 3분의 2는 손익에서 효과를 확인하지 못합니다. 금융 부문에서는 여전히 실무진이 운영 집약적이고 부가가치가 낮은 업무에 절반 이상의 시간을 쓰는 것으로 나타났습니다.

CFO가 먼저 해야 할 세 가지

첫째, 목표를 측정 가능한 형태로 먼저 정합니다. 예측 정확도, 결산 주기 단축, 결산에서 인사이트 까지 걸리는 시간 같은 지표입니다. 둘째, 도입 전에 사업논리와 회수 기간을 계산합니다. 셋째, 분기 경영검토에 AI 단위경제를 정식 안건으로 넣습니다. 클라우드 비용관리(FinOps)를 만들었던 방식과 같은 원칙입니다.

한국 기업에 옮기면

첫째, 설비투자 결정을 자본조달 비용과 함께 봐야 합니다. 둘째, 에이전트 도입의 성과 지표를 토큰 절감이 아니라 완료 업무당 비용으로 바꿔야 합니다.

스타트업에 옮기면

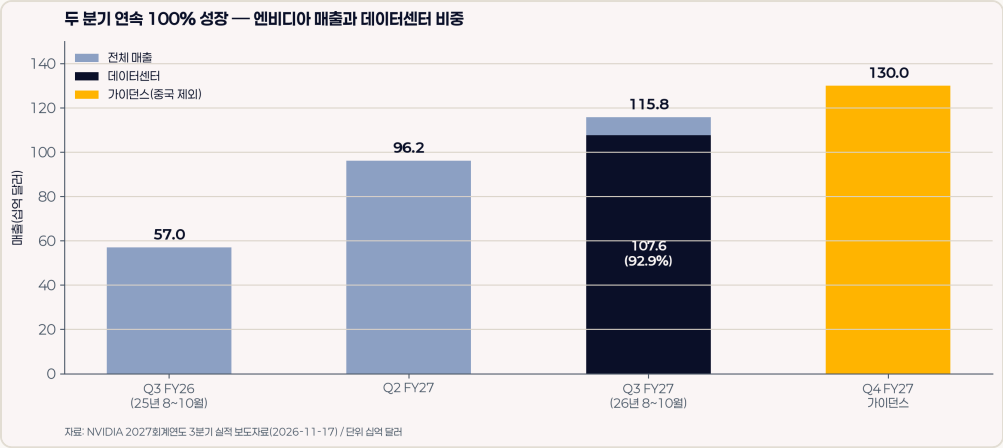
검증 비용을 줄이는 제품이 팔립니다. 산출물에 근거와 검증 절차를 붙이는 기능은 기능이 아니라 원가 절감 장치입니다.

투자자에게 옮기면

매출 성장률과 자유현금흐름을 함께 봐야 합니다. 2026년 3분기는 두 지표가 반대 방향으로 갈린 첫 분기입니다.

VII. 공급 — 수요는 확인됐고 가격은 내려갔다

NVIDIA Q3 FY27 and what it says about the financing question



자료: NVIDIA 2027회계연도 3분기 실적 보도자료(2026-11-17)

[Bloomberg·WSJ] 공급 측의 답 — 매출은 이겼고 마진은 내줬다

수요 논쟁에 공급 측은 명확한 답을 냈습니다. 엔비디아의 3분기 매출은 1,158억 달러(+103%), 데이터센터는 1,076억 달러(+110%)로 전체의 92.9%를 차지했습니다. 4분기 가이던스는 1,300억 달러(±3%)로 컨센서스 1,251억 달러를 웃돌았고, 여기에는 한 주가 더 들어 있으며 중국 데이터센터 매출은 전혀 반영되지 않았습니다. 반면 총이익률 가이던스는 74.9%에서 71~72%로 내려갔습니다. 매출을 위해 마진을 지불한 첫 분기입니다.

이코노미스트의 질문에 대한 부분적 답

AI 붐이 스스로를 유지할 수 있는가라는 질문에 이번 분기는 "수요는 있다, 다만 단가는 내려간다"고 답합니다. 단가 하락은 도입 확산에는 우호적이고, 인프라 사업자의 마진에는 비우호적입니다. 이 비대칭이 2027년 설비투자 계획의 지속 가능성을 가르는 변수가 될 것입니다.

요약 수요는 확인됐고, 가격은 내려갔다 — 남은 것은 조달 비용이다

Ⅷ. 실행 — 2027년에 확인할 다섯 개의 지표

Five indicators that settle the financing question

층위	2027년에 확인할 것	판별 지표
지출	4대 하이퍼스케일러 설비투자 계획 유지 여부	2027년 가이던스가 1조 달러를 넘는지
조달	AI 관련 채권 발행과 만기 구조	발행 금리 스프레드 확대 여부
단가	에이전트 완료 업무당 비용	온보딩 1건당 총비용의 분기 추이
손익	EBIT 기여 응답 비중	37%가 50%를 넘는지
정책	IMF·영란은행의 위험 평가	AI 조정 위험이 3대 위험에서 빠지는지

한국 기업을 위한 실전 시사점

첫째, 인프라 조달을 3년 계약으로 고정하되 단가 재협상 조항을 넣을 근거가 생겼습니다. 둘째, AI 사업의 성과를 토큰 사용량이 아니라 완료 업무당 비용으로 보고해야 이사회에서 통합니다. 셋째, 자유현금흐름이 마이너스인 고객사와의 대형 계약은 조달 구조를 함께 봐야 합니다. 넷째, 검증 비용을 줄이는 제품·서비스는 단가 인하 국면에서 오히려 가격 경쟁력이 올라갑니다.

자료에 대하여

본 보고서는 McKinsey(2026-08-24, 2026-11-09), The Economist(2026-11-16), IMF 세계금융안정보고서(2026-10), 영란은행 금융정책위원회 보고서(2026-09), NVIDIA 실적 보도자료(2026-11-17), CNBC·WSJ·한국경제 보도를 교차 확인해 작성했습니다. 하이퍼스케일러 설비투자 합계는 회사별 집계 기준 차이로 인해 추정치입니다.

English Summary / 영문 요약

The financing question behind the AI boom

Record capex, negative free cash flow

The four largest hyperscalers plan roughly USD 720 billion to 740 billion of capital expenditure in 2026: Amazon USD 220 billion, Alphabet USD 195 billion to 205 billion, Microsoft USD 170 billion after cutting its forecast from USD 175 billion, and Meta USD 135 billion to 145 billion. In the third quarter Meta reported free cash flow of negative USD 2.12 billion against positive USD 10.63 billion a year earlier, Alphabet negative USD 9.07 billion, and Amazon negative USD 42.4 billion over the trailing twelve months. Alphabet long-term debt rose to USD 125.1 billion from USD 21.6 billion.

The Economist on self-funding

On November 16 The Economist asked whether the AI boom can make enough money to sustain itself, framing the question around timelines rather than multiples. Anthropic, the first large pure-play AI developer to list, warned in its prospectus that its decisions may run counter to investor expectations, including forward investments that may seem irresponsibly large at first glance. The IMF named an AI correction as one of three salient risks in its October 2026 Global Financial Stability Report, citing USD 300 billion of transactions between hyperscalers and weaker AI firms alongside USD 650 billion of debt and USD 1.4 trillion of future commitments.

McKinsey on unit economics

Token costs account for only 20% to 25% of the variable run cost of a banking customer-service agent, while human oversight accounts for 70% to 75%, according to McKinsey. Onboarding 2,500 customers a year costs USD 10,000 to 15,000 and doubling volume raises cost only to USD 15,000 to 20,000. Per-customer onboarding cost can fall from USD 50 to 150 to USD 10 to 30. Only 37% of survey respondents report a positive EBIT contribution from AI. Nvidia illustrated the supply side: third-quarter revenue of USD 115.8 billion, guidance of USD 130 billion, and gross margin guided down to 71% to 72%.

Summary **Demand is confirmed and price is falling; the remaining variable is the cost of financing**

발행 CONDERI AI산업전략연구실 | 문서등록번호 CONDERI-GO-2026-11-19 | 문의 contact@conderi.com