CONDERI

CONDERI GLOBAL OMNIBUS | 글로벌 옴니버스 | 대외 공개판

AI 인프라의 회계: 누가 청구서를 내고, 누가 담보를 잡는가

The Accounting of AI Infrastructure: Who Pays the Bill, Who Holds the Collateral

본 리포트의 독자 및 활용 가이드

이번 호는 2026년 11월 10일부터 12일까지 세계 6대 매체가 같은 사안을 서로 다른 각도에서 다룬 기록을 한 권에 모았습니다. McKinsey는 조직, WSJ는 무역, FT는 금융 구조, The Economist는 자본의 문법, Bloomberg는 전력과 물리 인프라, Businessweek는 현장의 르포를 맡았습니다. 여섯 개의 시선을 교차하면 **AI 붐의 지속 가능성이 기술이 아니라 회계와 정치에서 결정된다**는 결론에 도달합니다.

문서 정보 / Document Information

문서등록번호 Document No.	CONDERI-GO-2026-11-12
발행일자 Published	2026. 11. 12. (목) Thursday
권호 Volume	VOL. 2026-11-12
분석대상 Coverage	McKinsey·WSJ·FT·The Economist·Bloomberg·Businessweek (11-10~12)
배포구분 Distribution	Public | 일반공개
발행기관 Publisher	CONDERI AI산업전략연구실
조사·집필 Research	AI산업전략연구실

$801B
5대 하이퍼스케일러 2026년 설비투자 전망
영업현금흐름은 7,090억 달러

181GW
데이터센터 자체 발전 계획
영국 최대 전력수요의 약 4배

80%
최근 수출 증가분 중 AI 관련 비중
캐피탈이코노믹스 추정

$105B
엔비디아의 오하이오 데이터센터 보증
총액 기준 최대 규모

한 문장으로: AI의 병목은 칩이 아니라 신용이다

여섯 매체가 같은 주에 같은 결론을 다른 언어로 썼다 — 설비는 계속 짓지만, 그 설비를 담보로 잡을 수 있는 자만 계속 짓는다

113%
2026년 5대사 설비투자가 영업현금흐름을 초과하는 비율. 2025년은 69%였다

+50bp
하이퍼스케일러 회사채 스프레드 확대(연초 이후). AI 무관 우량 산업재는 +20bp

37%
AI로 EBIT 개선을 보고한 기업 비중 (McKinsey 2026 조사). 개인 생산성 개선은 80%

$117B
마이크로소프트의 올해 AI·클라우드 컴퓨팅 증설 규모. "우리 성장은 우리가 낸다"

① 구조: 오프밸런스시트로 옮겨간 위험

FT가 인용한 컬럼비아대 연구에 따르면 미국의 AI 인프라 지출은 2025~2032년 연평균 GDP의 3.6%로, 1870~1890년 철도투자와 1956~1973년 고속도로 투자 비중을 넘습니다. 자금은 회사채·사모크레딧· 특수목적법인(SPV) 리스로 조달되고, 그 구조는 손실이 기업과 대출자를 넘어 전염될 수 있게 합니다.

② 문법: 엔비디아가 중앙은행이 되었다

The Economist는 엔비디아가 단순 판매가 아니라 고객 금융과 인프라 보증으로 수요를 만든다고 분석했습니다. 오하이오 데이터센터에 최대 1,050억 달러 보증, 6개 금융사와 5,000억 달러 투자 동원, 일부 프로젝트 비용의 4분의 1 인수. 1990년대 시스코·루슨트의 그림자가 겹칩니다.

③ 물리: 전력이 계약의 대상이 되었다

블룸버그NEF는 미국·영국·유럽 데이터센터가 자체 가스발전 181GW를 계획 중이며, 가스터빈 납기가 3~5년이라고 집계했습니다. 소프트뱅크가 발전설비 조달 계획을 바꾸면서 5,972억 엔을 상각한 것은 전력 계약이 곧 재무 리스크라는 증거입니다.

④ 정치: 텍사스가 된 미국의 데이터센터

미국 카운티들은 올해 8개월 동안 409건의 모라토리엄을 검토해 전년의 약 7배를 기록했습니다. 텍사스는 미국 계획 물량의 25~30%를 차지하는데, 당선된 주지사가 데이터센터 중단을 공약했습니다. 중간선거 이후 규제 리스크는 주식시장의 변수에서 사업의 변수로 이동했습니다.

⑤ 한국의 자리

WSJ가 인용한 캐피털이코노믹스에 따르면 최근 수출 증가의 최대 80%가 AI 관련재입니다. 한국의 11월 1~10일 수출은 전년 대비 111.9% 늘었고 반도체가 49.7%였습니다. 이 구조는 호황의 수익을 가장 먼저 받지만, 조정의 충격도 가장 먼저 받는 자리입니다.

매체 간 시선의 분업
McKinsey는 조직을, FT는 금융을, Bloomberg는 전력을, Economist는 자본의 문법을 맡았다. 여섯 편을 겹치면 한 장의 지도가 된다.

숫자가 겹치는 지점
5대사 캐펙스 8,010억 달러, 조달 격차 930억 달러, 자체 발전 181GW — 세 숫자가 같은 결론을 가리킨다.

이 리포트의 사용법
각 장은 매체 한 편의 논지를 데이터와 함께 정리했다. 마지막 두 장에서 교차 검증과 한국 기업의 판단으로 수렴한다.

한 문장 결론 AI 인프라는 '기술 사업'에서 **'신용 사업'**으로 이동했다 — 같은 칩을 사도 담보를 잡을 수 있는 기업과 계약서만 가진 기업의 조달 비용이 2배 차이 나는 시장에서, 승자는 성능이 아니라 **담보 구조**를 가진 쪽이다.

Executive Summary: The Bottleneck Is Credit, Not Silicon

Six outlets told the same story in different languages: build-outs continue, but only for those who can pledge them

FT: the risk moved off balance sheet

Citing a Columbia study, the FT reports US AI infrastructure spending averaging 3.6% of GDP a year from 2025 to 2032 — above the railway build of 1870-1890 and the highway programme of 1956-1973. Capex for five hyperscalers rises from $416 billion in 2025 to $801 billion in 2026, exceeding operating cash flow by $93 billion. Much of the funding arrives through bank loans, private credit and special purpose vehicles, where public information is thin.

Economist: Nvidia became the central bank of AI

Nvidia, worth about $5.4 trillion, now backstops up to $105 billion for a single Ohio data centre, pledged to mobilise more than $500 billion of infrastructure investment with six Wall Street firms, and may underwrite a quarter of some projects' cost. The Economist compares the arrangement to Cisco and Lucent financing telecom buyers in the late 1990s, and quotes analysts who see Nvidia walking a fine line between enabling demand and creating it.

McKinsey: productivity without EBIT

In McKinsey's 2026 survey, 80% of respondents say AI improved individual productivity but only 37% report positive EBIT impact, and 6% qualify as high performers. Nearly three quarters of those high performers substantially redesigned workflows, against a quarter of everyone else. Eleven percent have reached the reinvention horizon; 70% of individuals feel ready, while 27% of leaders say their organisations are.

Bloomberg and WSJ: power, politics and trade

Microsoft plans $117 billion of AI and cloud capacity this year while promising to pay its own way on power. BloombergNEF counts 181GW of proposed on-site gas capacity for data centres, roughly four times Britain's peak demand, with turbine lead times of three to five years. The WSJ warns that as much as 80% of recent export growth is AI-related, leaving Asia exposed if US data-centre spending stalls; US counties weighed 409 moratoriums in eight months, about seven times last year.

$416B → $801B
5대사 설비투자 (2025→2026)

$93B
현금흐름 초과 조달 필요액

181GW
자체 발전 계획 규모

409건
미국 카운티 모라토리엄 검토

KEY TAKEAWAY The constraint has moved from silicon to signatures: who can pledge an asset, who can guarantee a contract, and who can keep a governor on side. Capital now prices those three before it prices a model.

I. 이 주의 글로벌 의제: 하나의 사건, 여섯 개의 각도

같은 재료를 다르게 자른 여섯 편을 나란히 놓으면, 시장이 무엇을 두려워하는지가 보인다

매체	이번 주의 프레임	핵심 팩트	한국 독자에게 중요한 이유
McKinsey	조직 설계 — 에이전트가 만든 '오케스트레이션 차트'	개인 생산성 80% vs EBIT 37%, 고성과 6%. 고성과자의 74%가 워크플로를 재설계	도구 도입이 아니라 역할·권한 재배치가 성과의 조건
WSJ	무역 — AI 버스트에 노출된 세계 경제	최근 수출 증가의 최대 80%가 AI 관련재. 닷컴 붕괴 시 미 IT장비 수입 비중 2년간 55% 감소	수출 1조 달러의 74%가 반도체라는 사실과 같은 문장
FT	금융 — 그림자 금융과 오프밸런스시트	캐펙스 8,010억 달러 vs 현금흐름 7,090억 달러. 하이퍼스케일러 스프레드 +50bp	조달 비용이 국내 기업의 설비·수주 경쟁력에 직접 영향
The Economist	자본의 문법 — 엔비디아는 AI의 중앙은행	시총 5.4조 달러, 1,050억 달러 보증, 5,000억 달러 투자 동원	공급망 안에서 '판매자이자 대출자'가 되는 것의 위험
Bloomberg	물리 — 전력·터빈·그리드의 병목	자체 발전 181GW, 가스터빈 납기 3~5년, JP모건 데이터센터 대출 290억 달러	전력 인프라·기자재 기업에 열린 기회와 계약 리스크
Businessweek	현장 — 코어위브가 증명한 것과 정치의 반격	매출 +168%, 선수금 90억 달러, 텍사스 계획 물량 25~30%	네오클라우드 모델이 한국 장비·부품 수요로 연결되는 경로

교차점 ①: 여섯 편 모두 '수요'를 의심하지 않는다

코어위브의 수주잔고, TSMC의 월매출, 중국·한국의 수출 증가율 — 수요 지표는 어느 매체에서도 꺾이지 않았습니다. 논쟁의 대상은 수요의 크기가 아니라 **그 수요를 감당할 자금과 전력, 허가**입니다.

교차점 ②: 위험의 위치가 '기업'에서 '구조'로

위험은 손익계산서에 없습니다. SPV 리스, 담보부 채권, 보증, 정부 인허가, 전력 계약 — 다섯 개의 계약 구조에 흩어져 있습니다. 그래서 재무제표만 보는 분석은 이번 사이클에서 작동하지 않습니다.

교차점 ③: 정치가 가격이 되었다

중간선거 이후 데이터센터 규제, 수출통제 입법, 주(州) 단위 모라토리엄이 밸류에이션의 변수로 편입됐습니다. 정치 리스크는 이제 할인율의 한 항목입니다.

왜 이번 주인가 ①
11-11은 재향군인의 날로 미국 채권시장이 휴장이었다. 금리 시험이 하루 미뤄지며 주식은 안도했고, 12일 재개가 첫 관문이다.

왜 이번 주인가 ②
앤트로픽이 19일 나스닥 상장을 앞두고 공모가 70~78달러를 제시했다. AI 수익성에 대한 첫 공식 가격이 매겨진다.

왜 이번 주인가 ③
12월 FOMC(8~9일)의 25bp 인상이 시장에서 100% 반영됐다. 할인율의 기준선이 다시 계산되는 국면이다.

II. McKinsey: 조직이 병목이다

AI 도입은 개인 차원에서 성공하고 기업 차원에서 실패한다 — 격차는 워크플로 재설계에서 발생한다

2026년 조사의 세 숫자

80%는 AI가 개인 생산성을 높였다고 답했지만, EBIT에 긍정적 영향을 보고한 비율은 37%였습니다. '고성과자'로 분류되는 기업은 6%에 불과합니다. 이 격차를 설명하는 변수는 도구가 아니라 **워크플로 재설계**입니다. 고성과자의 약 74%가 업무 흐름을 실질적으로 재설계했다고 답한 반면, 그 외 기업은 25% 수준이었습니다. 재발명 단계에 도달한 조직은 11%입니다.

오케스트레이션 차트

McKinsey는 조직도를 '오케스트레이션 차트'로 대체하라고 제안합니다. 결과를 먼저 정하고, 그 결과에 필요한 사람과 에이전트를 조립하는 방식입니다. 실제 사례에서 8~10명의 제품 조직이 4~6명과 에이전트의 혼합 팀으로 바뀌었고, 없어진 핸드오프와 사람이 판단해야 할 지점이 차트에 표시됐습니다. 조정 역할(coordination role)은 최근 5년간 라인 역할의 1.5~2배로 늘었습니다 — AI가 줄일 수 있는 비용이 바로 그곳입니다.

준비도의 간극

개인은 70%가 "나는 준비됐다"고 답하지만, 조직이 에이전틱 미래에 필요한 변화를 감당할 준비가 됐다고 보는 리더는 27%입니다. 준비의 병목은 개인의 역량이 아니라 **권한·평가·승진 체계**입니다.

한국 기업에의 번역

국내 조직은 직무기술서와 평가 기준이 직급에 묶여 있어, 에이전트가 수행한 일을 사람의 성과로 기록하기 어렵습니다. 에이전트 산출물의 승인·검토 이력을 개인 평가에 반영하는 규칙을 먼저 만들지 않으면 도입은 개인 차원의 '그림자 자동화'로 끝납니다.

수요계획 사례로 본 실무

11월 10일 McKinsey는 수요계획(demand planning)에 예측 모델과 에이전트를 결합하는 방식을 소개했습니다. 예측은 ML이, 해석·이상탐지·시나리오·승인 후 실행은 에이전트가 맡습니다. 핵심은 '신호→판단→행동'의 고리를 닫는 것이지 예측 정확도를 1%p 올리는 것이 아닙니다.

네 가지 전환	내용	측정 지표
성과 중심 구성	직능·계층 대신 결과 단위로 사람과 에이전트를 조립하고 핸드오프를 제거	의사결정 소요일, 단계 수
인재 시스템 재설계	직무가 아니라 변하는 업무에 맞춰 배치·육성·승진 경로를 재구성	내부 이동률, 스킬 커버리지
변화의 복리화	개별 도구가 아니라 워크플로·권한·데이터가 함께 바뀌는 구조	재설계된 워크플로 비중
권한과 책임	에이전트 자율성·접근·감독·에스컬레이션을 설계에 내장	승인 로그 비율, 예외 처리 시간

KEY TAKEAWAY 개인 생산성 80%와 EBIT 37%의 간극은 도구의 성능이 아니라 조직의 설계에서 발생한다. 에이전트를 팀에 넣는 일은 인원을 줄이는 일이 아니라 핸드오프를 없애는 일이다.

III. WSJ: 세계 경제가 AI에 걸려 있다

최근 수출 증가의 최대 80%가 AI 관련재 — 조정이 오면 무역이 먼저 흔들린다

논지: 성장의 엔진이 한 곳에 있다

WSJ의 제이슨 더글러스는 올해 세계 성장이 미국에서 지어진 AI 인프라에 크게 의존했다고 썼습니다. 중국·대만·한국의 칩·서버랙·전자제품 수출과 베트남·멕시코의 조립 허브가 미국의 컴퓨팅 수요를 따라 커졌습니다. 캐피털이코노믹스는 최근 수출 증가의 최대 80%가 AI 관련재에 집중됐다고 추정합니다. **미국 데이터센터 지출이 멈추면 무역이 먼저 반응한다**는 구조입니다.

비교: 닷컴 붕괴의 숫자

옥스퍼드이코노믹스에 따르면 닷컴 붕괴 당시 미국의 IT 장비 수입은 GDP 대비 비중으로 2년 만에 55% 줄었고, 세계 성장률은 2001년 2%로 떨어졌습니다. 지금의 차이는 규모입니다. 당시와 달리 AI 인프라는 전력·건설·부동산·금융까지 연결돼 있어 조정의 파급 경로가 넓습니다.

현재의 버퍼

실물 지표는 아직 견조합니다. 중국 수출은 10월 35%, 한국은 93% 늘었습니다. 문제는 이 증가율이 가격(반도체 단가)과 물량(서버 증설) 중 어디서 왔는지입니다. 단가 기여가 크면 조정 시 하락도 급격합니다.

시장의 선반영

WSJ는 나스닥이 연중 고점 대비 10% 낮은 수준에서 거래되고, 니케이 -16%, 코스피도 큰 폭 조정을 겪었다고 전했습니다. 주식은 이미 일부 조정을 반영했고, 실물과 고용은 아직 반영하지 않았습니다.

한국의 민감도

11월 1~10일 수출의 49.7%가 반도체이고, 1년 사이 늘어난 수출의 74%가 반도체입니다. WSJ의 논지를 한국에 적용하면 '수출 호조'와 '단일 품목 의존'은 같은 문장의 앞뒤입니다.

+35%
중국 10월 수출

+93%
한국 10월 수출

+111.9%
한국 11월 1~10일 수출

-55%
닷컴 붕괴기 미 IT장비 수입 비중(2년)

아시아의 공통 노출
중국·대만·한국의 칩·서버 수출과 베트남·멕시코 조립이 같은 수요에 연결돼 있다. 한 곳이 멈추면 전 구간이 조정된다.

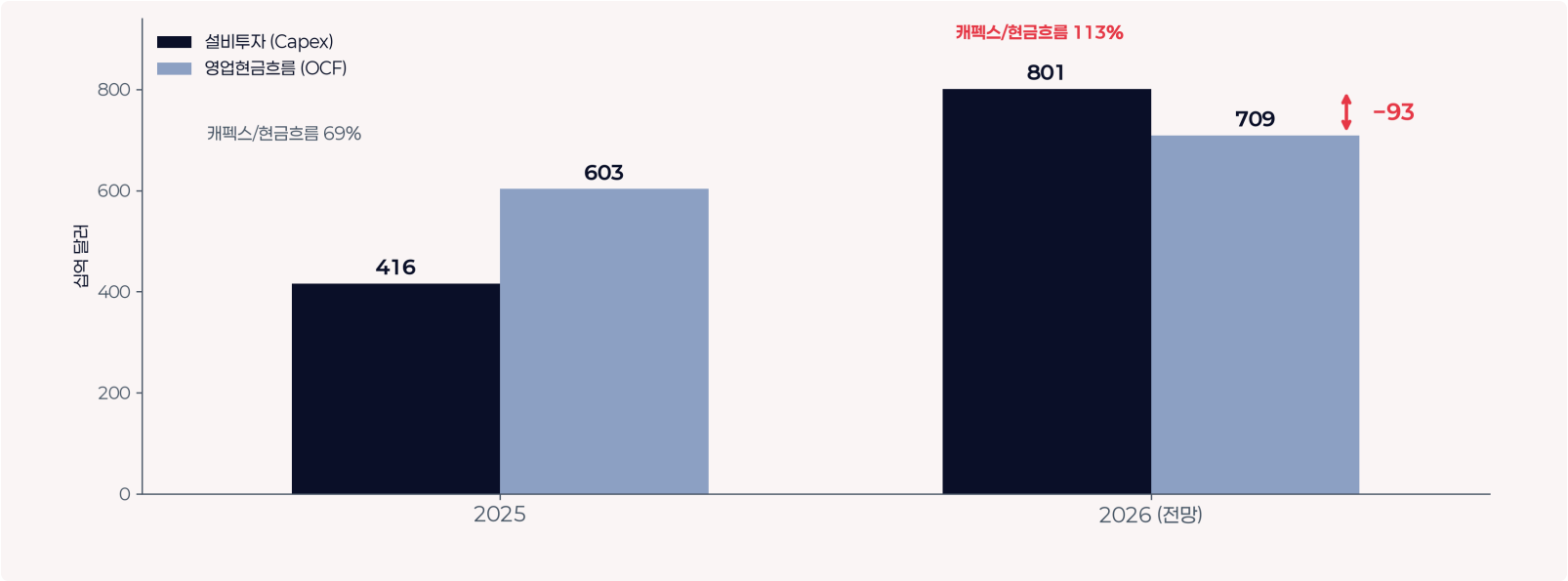
가격인가 물량인가
반도체 수출 증가율이 단가 상승에서 왔다면 조정 시 하락도 급하다. 물량 지표(서버 출하·장비 가동률)를 함께 봐야 한다.

정책의 시간차
미국 데이터센터 지출 결정과 한국 수출 통관 사이에는 1~2분기 시차가 있다. 수출 지표는 이미 결정된 과거를 보여준다.

KEY TAKEAWAY 세계 무역이 AI 설비투자에 걸려 있다는 것은, AI 조정이 곧 무역 조정이라는 뜻이다. 한국의 수출 다변화는 지역이 아니라 품목의 문제다.

IV. FT: 위험이 장부 밖으로 나갔다

캐펙스 8,010억 달러, 현금흐름 7,090억 달러 — 930억 달러의 빈칸이 은행·사모크레딧·SPV로 메워진다



[그림 1] 5대 하이퍼스케일러 설비투자와 영업현금흐름. 출처: FT(2026-11-04), 컬럼비아대 Stijn van Nieuwerburgh 연구

구조: 세 겹의 중개

데이터센터 개발사·리츠·인프라펀드·PE가 시설을 짓고 하이퍼스케일러에 임대합니다. 자금은 은행 대출과 사모크레딧으로 조달되며 공개 정보가 제한적입니다. 손실이 나면 기업과 대출자 사이에서 전염될 수 있는 구조입니다.

가격: 담보의 값이 드러났다

코어위브가 연초 9.75%로 발행한 채권은 15% 수익률에 거래됩니다. 회사는 엔비디아 GPU를 담보로 7~7.5% 조달을 추진합니다. 같은 회사, 같은 현금흐름에서 **8%포인트 가까운 차이**가 담보 자산의 유무에서 발생합니다.

감독: 제재의 지연

FT는 미 국방부·국무부·에너지부·재무부가 메가스피드의 거래제한 명단 등재를 추진했지만 상무부가 두 달간 막았다고 보도했습니다. 이 회사는 엔비디아 칩을 48억 달러어치 구매했습니다. 금융 구조와 수출 통제가 같은 사안에서 만납니다.

IV-2. FT: 채권 시장이 먼저 판정했다

주식이 반등한 날에도 스프레드는 벌어졌다 — 신용 시장은 AI의 낙관을 공유하지 않는다

증거: 세 개의 스프레드

10년물 하이퍼스케일러 회사채 스프레드는 연초 이후 약 50bp 확대됐고, AI와 무관한 우량 산업재는 20bp에 그쳤습니다. 골드만삭스는 글로벌 하이퍼스케일러 채권 발행이 2026회계연도 2,500억 달러에서 2027년 4,200억 달러로 60% 이상 늘어날 것으로 봅니다. JP모건의 데이터센터 관련 부동산 대출은 290억 달러로 상업용 부동산 대출의 12%까지 올라 3년 전 8%에서 확대됐습니다.

행동: 대출자가 조건을 바꿨다

로이터에 따르면 일부 은행은 앤트로픽·구글의 보증이 붙은 딜조차 추가 익스포저를 꺼립니다. 투자자들은 서비스 의무, 운영 기한, 대형 고객의 계약 축소·해지 조건을 스트레스 테스트하고 있습니다. PIMCO의 댄 이바신 CIO는 "대출자에게 이 투자가 충분한 매출이 된다는 것을 증명하라는 기준선이 계속 높아지고 있다"고 말했습니다.

기업이 지금 할 수 있는 세 가지

① 조달 계획에 50bp 스트레스를 넣어라 — 2027년 발행 물량이 60% 늘어나는 시장에서 금리 가정은 곧 생존 가정이다. ② 계약을 담보로 만들어라 — 다년 오프테이크·선수금·최소사용약정은 신용등급을 바꾼다. ③ 자산을 명확히 하라 — GPU·전력설비·부지는 담보가 되고, 브랜드와 고객관계는 잘 안 된다.

반론: 과잉이 아니라 재배치일 수 있다

스프레드 확대는 위험의 증가가 아니라 위험의 **가격 발견**일 수 있습니다. 오랫동안 저평가됐던 인프라 신용이 정상 가격을 찾는 과정이라면, 조정은 기업별 차별화로 나타나고 전체 사이클이 꺾이지는 않습니다. 11-11 주식 반등은 이 해석에 힘을 실었습니다.

한국 기업의 노출

국내 장비·부품사는 하이퍼스케일러의 직접 신용이 아니라 2차 벤더의 외상에 노출됩니다. 발주가 줄기 전에 대금 회수 기간이 먼저 늘어나는 것이 사이클 후반의 전형입니다. 수주잔고와 함께 매출채권 회전일을 보십시오.

스프레드
하이퍼스케일러 10년물 +50bp(연초 이후) vs AI 무관 우량 산업재 +20bp. 같은 금리 환경에서도 차별화가 진행 중이다.

발행
하이퍼스케일러 IG 발행 2026E 2,500억 달러에서 2027E 4,200억 달러로 68% 증가 전망. 물량이 몰리면 스프레드가 먼저 반응한다.

은행 익스포저
JP모건 데이터센터 관련 부동산 대출 290억 달러, 상업용 부동산의 12%(3년 전 8%). 은행의 한도 관리가 곧 산업의 속도다.

신용 지표	현재	의미
하이퍼스케일러 10년 스프레드	연초 이후 +50bp	AI 노출 프리미엄이 가격에 반영되기 시작
코어위브 무담보 채권	9.75% 발행 → 15% 거래	네오클라우드의 시장 접근이 사실상 제한
GPU 담보 조달	7~7.5% 목표	담보 유무가 조달 비용을 절반으로 낮춤
하이퍼스케일러 IG 발행	2026E 2,500억 → 2027E 4,200억 달러	물량 급증이 스프레드를 다시 밀어 올릴 수 있음

V. The Economist: 엔비디아는 AI의 중앙은행이다

5.4조 달러 기업이 고객에게 돈을 빌려주고, 그 고객의 설비를 보증한다 — 1990년대의 그림자가 겹친다

규모: 세 개의 숫자

엔비디아의 시가총액은 약 5조4,000억 달러입니다. 8월 중순에는 오하이오 데이터센터에 최대 1,050억 달러의 보증(backstop)을 제공하기로 했고, 그보다 일주일 전에는 6개 대형 금융사와 함께 5,000억 달러 이상의 AI 인프라 투자를 동원하겠다고 밝혔습니다. 일부 프로젝트에서는 비용의 4분의 1까지 인수할 수 있습니다. 7월에는 목표 수익에 미달할 경우 고객 수입을 보전하는 방식도 도입했습니다.

논쟁: 수요를 가능하게 하는가, 만드는가

젠슨 황은 "빌리기 어려운 사업에 투자를 열어주는 것"이라고 설명합니다. 반대로 비판자들은 1990년대 말 시스코와 루슨트가 통신사에 수십억 달러를 빌려주고, 수요가 꺾이자 손실을 떠안은 사례를 떠올립니다. Seaport의 제이 골드버그는 엔비디아가 "수요를 가능하게 하는 것"과 "수요를 만드는 것" 사이의 미세한 경계에 서 있다고 평가했습니다.

왜 지금 이 구조가 필요한가

네오클라우드와 AI 랩은 신용등급이 낮아 무담보 조달이 어렵습니다. 공급자가 보증을 서면 조달 비용이 내려가고, 그 절감분이 다시 칩 수요로 돌아갑니다. 단기적으로는 모두에게 이익입니다. 문제는 사이클이 꺾일 때 보증이 부채로 바뀐다는 점입니다.

투자자의 시선

마이클 버리처럼 회의적인 투자자도 있습니다. 다만 Economist는 엔비디아의 내년 매출이 거의 두 배로 늘고, 일부 분석가는 2029년 연매출 1조 달러를 전망한다고 전했습니다. 논쟁은 '거품이냐'가 아니라 '보증이 얼마나 쌓였느냐'로 옮겨가고 있습니다.

한국 공급망의 함의

엔비디아의 보증은 메모리·장비 주문의 '보이지 않는 신용장'입니다. 보증이 줄면 주문도 줄지만, 그 사이에 국내 기업은 HBM·첨단패키징 계약으로 위치를 굳힐 수 있습니다. 사이클의 시간차를 이용하는 것이 유일한 방어입니다.

비교 ① 시스코·루슨트 (1997~2001)

통신장비 업체가 통신사에 대규모 금융을 제공했고, 수요가 꺾이자 대손으로 이어졌다. 당시와 다른 점은 보증 대상이 데이터센터·전력처럼 실물 자산을 포함한다는 것이다.

비교 ② 자동차 금융

제조사 금융은 재판매 가치가 안정적이어서 성립한다. GPU는 3~5년이면 세대가 바뀐다. 담보 가치의 감소 속도가 다른 것이 핵심 위험이다.

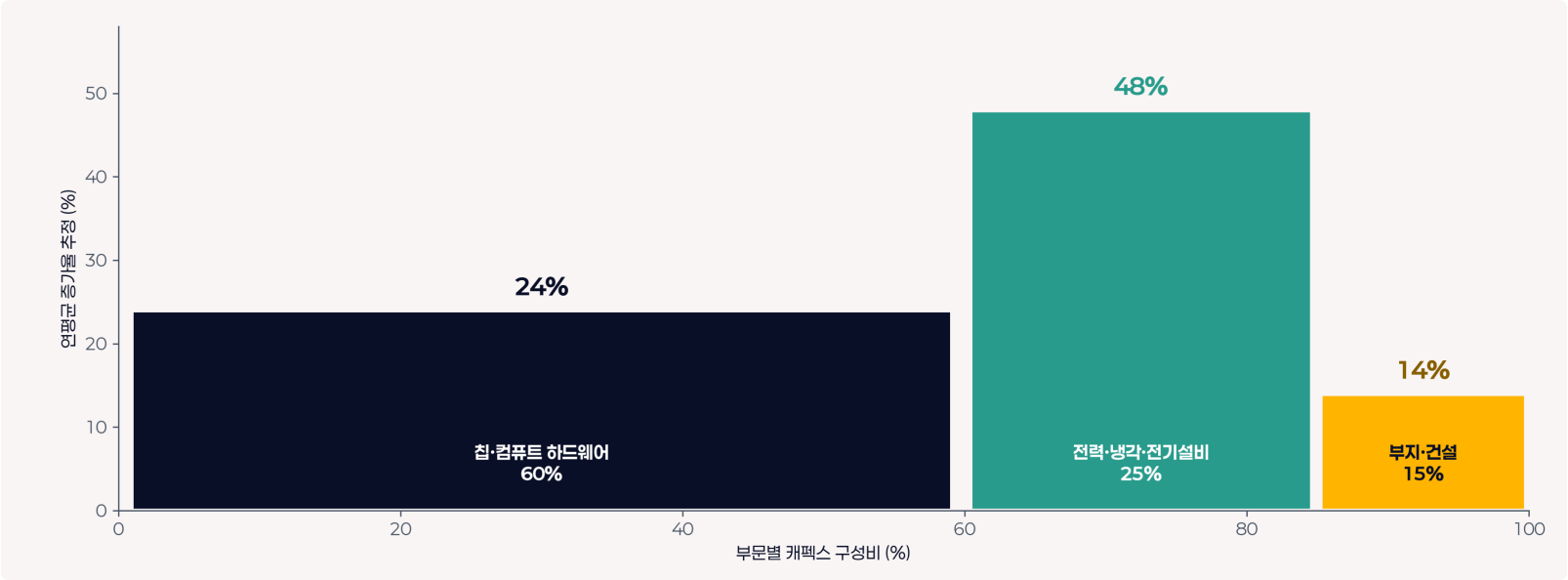
판별 지표 세 가지

① 보증 잔액 / 매출 ② 고객의 자체 현금창출 비율 ③ 보증 대상 프로젝트의 가동률. 세 지표가 동시에 악화되면 사이클 전환의 신호다.

KEY TAKEAWAY 공급자가 고객의 자금을 보증하는 순간, 산업의 리스크는 공급자의 대차대조표로 이동한다. 엔비디아의 다음 분기 실적보다 중요한 것은 보증 잔액의 크기다.

VI. Bloomberg: 물리적 한계가 가격을 정한다

전력·터빈·그리드 — 181GW의 자체 발전 계획이 그려내는 새로운 인프라 지형



[그림 2] 5.2조 달러 누적 캐펙스의 부문 배분(가로)과 증가율 추정(세로). 출처: McKinsey Cost of Compute, 콘데리 추정

전력: 4배의 수요

블룸버그NEF는 미국·영국·유럽 데이터센터가 계획한 자체 가스발전 용량이 181GW로 영국 최대 전력수요의 약 4배라고 집계했습니다. 90%가 미국에 몰려 있고, 연간 3억4,500만 톤의 CO_2e를 배출할 규모입니다.

납기: 3~5년의 벽

자체 발전을 택해도 가스터빈 조달에 3~5년이 걸립니다. ERCOT·PJM 등 주요 그리드에서 데이터센터가 자체 발전을 갖춰야 한다는 진단이 나오는 이유입니다. 시간이 곧 비용입니다.

마이크로소프트의 선언

마이크로소프트는 올해 1,170억 달러의 컴퓨팅 용량을 짓고, "다른 고객이 우리 성장 비용을 대지 않게 하겠다"고 밝혔습니다. 규제 리스크를 비용으로 흡수하겠다는 전략입니다.

VII. Businessweek: 코어위브가 증명한 것과 정치의 반격

매출 168%, 선수금 90억 달러 — 그리고 텍사스의 모라토리엄

르포: '문제아'에서 '증인'으로

코어위브는 AI 과잉투자 논쟁의 진앙이었습니다. 3분기 매출 36억6,100만 달러(+168%), 영업이익 2억700만 달러, 순손실 7억900만 달러, 수주잔고 1,325억 달러. CEO 마이클 인트레이터는 향후 3개월 안에 고객 선수금·예치금 약 90억 달러가 들어온다고 밝혔고, 이는 "스스로 자금을 조달할 수 있는 길로 가고 있다"는 평가로 이어졌습니다. 오래된 엔비디아 칩의 임대 가격이 오르고 있다는 점도 수요의 증거로 인용됐습니다.

경쟁: 스페이스X도 네오클라우드다

워싱턴포스트는 스페이스X가 경쟁 네오클라우드로 부상했고, 다른 빅테크도 용량 확충에 속도를 내고 있다고 전했습니다. 부족이 지속돼야 코어위브의 가격 결정력이 유지되는 구조입니다. 텍사스 전력 용량은 대부분 이미 가동·인허가·건설 단계에 있어 단기 모라토리엄의 타격은 제한적이라고 회사는 설명합니다.

정치: 409건의 모라토리엄

올해 8개월 동안 미국 카운티가 검토한 데이터센터 모라토리엄은 409건으로 전년의 약 7배입니다. 갤럽 조사에서 반대가 71%까지 올랐고, 폭스뉴스 조사에서는 반대 이유의 75%가 전기·물·교통 같은 지역 영향이었습니다. AI 자체를 꼽은 비율은 11%였습니다.

주(州)의 반격

텍사스는 미국 계획 물량의 25~30%를 차지합니다. 데이터센터 중단을 공약한 주지사 당선인이 나왔고, 오하이오·조지아·미시간에서도 같은 흐름이 감지됩니다. 텍사스주는 기존 시설의 전력 사용 감사를 지시했습니다.

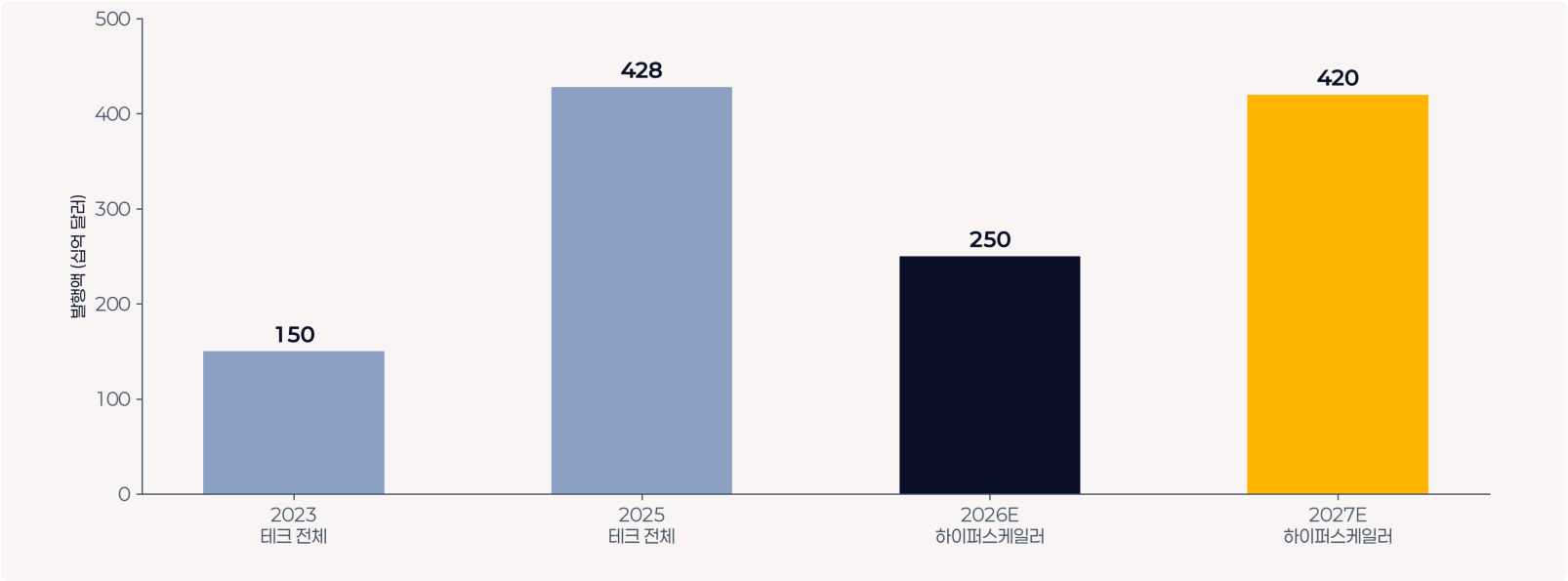
반론: 혜택을 말하면 태도가 바뀐다

에셜론인사이츠 조사에서는 재산세 인하나 학교 예산 증가 같은 혜택 하나만 제시해도 반대가 뒤집혔습니다. "거래할 의사가 있다"는 것이 공화당 폴스터 패트릭 루피니의 평가입니다. 지역 협상이 규제보다 빠를 수 있습니다.

코어위브 3분기	값	의미
매출	36억6,100만 달러 (+168%)	전년 13억7,000만 달러에서 2.7배. 시장 예상 35억5,000만 달러를 상회
영업이익 / 순손실	2억700만 달러 / -7억900만 달러	영업은 흑자, 이자·상각이 손익을 결정
순이자비용	8억4,600만 달러	매출의 23%, 1년 전의 약 2.7배
수주잔고 / 선수금	1,325억 달러 / 3개월 90억 달러	계약과 현금이 함께 들어오는 구조로 이동 중
설비투자 전망	370억~390억 달러	매출의 약 3배. 성장의 대가

Ⅷ. 자본 조달의 지형: 빚이 설비를 사고, 설비가 담보가 된다

테크 채권 발행은 2년 만에 3배, 하이퍼스케일러 발행은 1년 만에 68% 증가 전망



[그림 3] AI 관련 채권 발행. 모집단이 다른 두 계열을 구분해 표기. 출처: Dealogic·골드만삭스(로이터 인용)

발행의 구조

2023년 1,500억 달러에서 2025년 4,283억 달러로 늘어난 테크 채권 발행은 매출 성장이 아니라 설비 경쟁이 만든 결과입니다. 하이퍼스케일러만 보면 2026년 2,500억 달러에서 2027년 4,200억 달러로 늘어날 전망입니다.

만기의 불일치

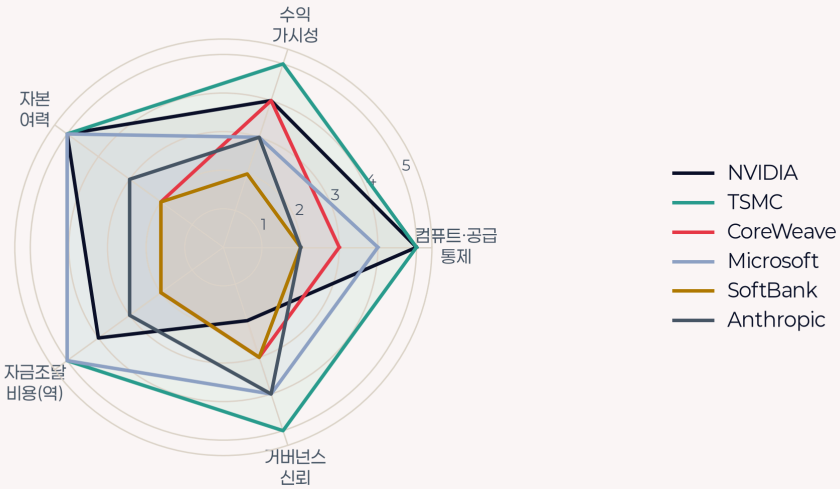
채권 만기는 10~20년으로 길어지는데 GPU의 경제 수명은 3~5년입니다. 짧아지는 자산을 긴 부채로 사는 구조는 금리와 기술 변화에 동시에 노출됩니다. 담보 가치가 먼저 사라질 수 있습니다.

한국의 기회

조달 구조가 복잡해질수록 검증·감사·계약관리 서비스의 수요가 커집니다. 금융과 산업의 접점에서 '계약 가능한 데이터'를 만드는 사업이 다음 틈새입니다.

IX. 여섯 주체의 역량 지도: 누가 이 사이클을 견디는가

컴퓨트·수익 가시성·자본 여력·조달 비용·거버넌스 신뢰의 5축으로 비교했다



[그림 4] 5축 정성 평가(1~5점). 출처: 6대 매체 보도·공시를 바탕으로 한 콘데리 추정

TSMC: 다섯 축이 모두 높다
공급 통제·수익 가시성·자본 여력·조달 비용·거버넌스가 모두 상위입니다. 10월 매출 +59.7%, 409억 달러 투자, 고객 지분 투자까지. 사이클의 어느 국면에서도 현금을 만드는 구조입니다.

코어위브·소프트뱅크: 두 개의 취약 축
코어위브는 수익 가시성이 높지만 조달 비용과 자본 여력이 약합니다. 소프트뱅크는 컴퓨트 통제와 수익 가시성이 낮고, 상각이 손익을 흔듭니다. 두 회사 모두 '계약은 있으나 여유가 없다'는 같은 위치에 있습니다.

엔비디아: 거버넌스가 유일한 약점
네 축이 최상위지만 거버넌스 신뢰가 2점입니다. 이사회 독립 조사, 의회 브리핑, 수출통제 입법이 겹치면 기술·재무 우위와 무관하게 할인율이 붙습니다. 단일점 리스크의 교과서적 사례입니다.

X. 교차 검증: 여섯 매체가 동의하는 것과 갈리는 것

같은 사실을 다르게 해석하는 지점을 구분하면, 우리가 확인해야 할 변수가 남는다

쟁점	동의하는 사실	해석의 차이	확인해야 할 변수
수요	코어위브 수주잔고·TSMC 매출·한국 수출 모두 사상 최대	FT "계약은 진짜" vs WSJ "수출 의존이 위험"	수주잔고의 계약 기간과 해지 조건
자금	캐펙스가 현금흐름을 초과, 조달이 부채·SPV로 이동	FT "전염 위험" vs Economist "수요를 가능하게 하는 금융"	보증 잔액과 담보 가치 평가 기준
전력	그리드 연결 지연, 자체 발전 계획 181GW	Bloomberg "물리적 병목" vs 산업계 "자체 조달로 해결"	터빈 납기와 인허가 소요 시간
정치	중간선거 후 데이터센터 규제 강화	Businessweek "모라토리엄 확산" vs "혜택 제시로 협상 가능"	주(州)별 실제 승인 건수와 지연 일수
조직	개인 생산성은 올랐지만 EBIT 개선은 제한적	McKinsey "재설계가 관건" vs "도구 효과는 과대평가"	워크플로 재설계 여부와 산출물 지표

합의 1: 수요는 아직 꺾이지 않았다

여섯 매체 모두 수요 지표의 둔화를 근거로 들지 않았습니다. 논쟁은 공급(자금·전력·허가)과 회계(비용 인식·상각)에 집중됩니다.

합의 2: 조정은 '가격'으로 온다

물량이 급감하기보다 조달 비용·전력 단가·규제 비용이 올라 수익성이 압박받는 형태가 유력합니다. 기업별 차별화가 사이클의 성격입니다.

합의 3: 한국은 '먼저 맞는 자리'

수출 증가의 대부분이 AI 관련재라는 사실은, 상승과 하강 모두에서 한국이 가장 민감한 위치에 있음을 뜻합니다. 대응은 품목 다변화와 계약 구조 개선입니다.

확인 방법 ① 계약서 읽기
수주잔고의 계약 기간·최소사용약정·해지 조건을 확인하면 수요의 '질'이 보인다. 금액보다 조건이 중요하다.

확인 방법 ② 스프레드 추적
회사채 스프레드는 주가보다 먼저 위험을 반영한다. 네오클라우드·하이퍼스케일러 스프레드를 월간으로 기록하라.

확인 방법 ③ 인허가 일정
전력 연결·건축 허가·지역 협의의 평균 소요일은 시장 전체의 성장률을 결정한다. 개별 기업의 리스크가 아니라 산업의 제약이다.

XI. 한국 기업·창업가를 위한 다섯 가지 판단

이번 주 6대 매체의 분석을 국내 의사결정 언어로 번역했다

1. 조달 계획을 계약서로 바꿔라

무담보 15%와 담보 7~7.5%의 간격은 신용등급이 아니라 담보의 문제입니다. 다년 오프테이크, 선수금, 최소사용약정, 자산 소유 구조 — 이 네 가지가 조달 비용을 바꿉니다. 2027년 발행 물량이 60% 늘어나는 시장에서 '계약서 없는 성장'은 가장 비싼 성장입니다.

2. 전력을 조달 항목으로 올려라

가스터빈 납기 3~5년, 그리드 연결 지연, 자체 발전 181GW. AI 사업의 리드타임은 이제 칩이 아니라 전력에서 결정됩니다. 데이터센터·GPU 사업을 검토한다면 전력 확보 계획을 사업계획서 첫 장에 두십시오. 소프트뱅크의 5,972억 엔 상각이 그 교훈입니다.

3. 수출 의존을 품목 다변화로

반도체 49.7%, 증가분의 74%. 이 구조에서 경기 둔화는 곧 수출 둔화입니다. 소프트웨어·콘텐츠·교육처럼 달러 결제가 가능한 무형 수출을 키우는 것이 유일한 완충입니다. AI 관련 서비스 수출은 아직 초기입니다.

4. 조직은 '오케스트레이션'으로 설계하라

개인 생산성 80%와 EBIT 37%의 간극은 핸드오프에서 발생합니다. 결과를 먼저 정하고 사람과 에이전트를 조립하는 차트를 그려보십시오. 8~10명 팀이 4~6명+에이전트로 바뀔 때 없어지는 조정 업무가 성과의 원천입니다.

5. 정치 리스크를 원가에 넣어라

모라토리엄 409건, 수출통제 입법, 지역 반대. 규제는 확률이 아니라 일정입니다. 인허가 지연 시나리오를 재무모델에 넣고, 지역 사회에 혜택을 제시하는 커뮤니케이션을 사업 계획에 포함하십시오. 에셜론 조사가 보여준 '거래 가능성'이 유일한 낙관입니다.

실행 함정

[CHECK] 반등 하루를 추세 전환으로 읽는 것.
[CHECK] AI 수요를 무한으로 가정한 3개년 계획.
[CHECK] 조달 비용을 금리로만 계산하고 스프레드를 빼는 것.
[CHECK] 규제를 '나중 문제'로 두는 것 — 인허가가 곧 현금흐름이다.

11.12 채권시장 재개
10년물 5.00% 재돌파 여부. 조달 비용의 기준선.

11.13 코어위브 후속
컨퍼런스콜에서 선수금·설비투자 재확인.

11.18 젠슨 황 브리핑
수출통제 입법의 향방이 걸린 비공개 합동 브리핑.

11.19 앤트로픽 상장
AI 수익성의 첫 공식 가격.

$5.4T
엔비디아 시가총액

4,283억 달러
2025년 테크 채권 발행

113%
캐펙스/현금흐름 (2026E)

25~30%
텍사스의 미국 데이터센터 비중

49.7%
한국 수출 중 반도체

부록: 매체별 인용 및 유의사항

Sources and Notes

주요 인용 (2026-11-02 ~ 11-12)

· McKinsey, 「AI is changing work. Now it has to change the organization」(2026-10-05), 「Reinventing business planning with agentic AI」(2026-11-10), 2026 State of AI 설문
· WSJ, Jason Douglas, 「The Global Economy Looks Vulnerable to an AI Bust」(2026-11-11) — 캐피털이코노믹스·옥스퍼드이코노믹스 인용
· FT, AI 인프라 금융 구조 분석(2026-11-04) 및 메가스피드 제재 지연 보도(2026-11-10~11) — 컬럼비아대 Stijn van Nieuwerburgh 연구 인용
· The Economist, 「Nvidia is the central bank of AI」(2026-11-11), 「How data centres became one of America's hottest political issues」(2026-11-02)
· Bloomberg, Microsoft 데이터센터 전력 발언(2026-11-11), Moolenaar 수출통제 발언(2026-11-11), BloombergNEF 자체발전 분석(가디언 2026-11-11 보도)
· Washington Post / Bloomberg Businessweek, 코어위브 3분기 분석(2026-11-11)
· Reuters, 「Banks, investors grow wary of AI debt」(2026-11-09), 골드만삭스·JP모건 데이터 인용
· The Motley Fool, 중간선거 이후 데이터센터 규제 분석(2026-11-11)
· 한국거래소·관세청·국가데이터처 발표(2026-11-11), 산업통상부 10월 수출입 동향

유의사항

본 리포트는 6대 매체의 공개 보도를 교차 정리한 것으로, 원문 전체를 재게재하지 않습니다. 캐펙스·현금흐름 수치는 FT가 인용한 연구의 전망치이며 확정 실적이 아닙니다. 영업현금흐름은 캐펙스 대비 비율에서 역산한 값입니다. 레이더 차트의 5축 평가와 마리메코 차트의 증가율은 콘데리 추정으로 공식 통계가 아닙니다. 채권 발행 통계는 모집단(글로벌 테크 전체 vs 하이퍼스케일러)이 달라 직접 비교에 제한이 있습니다.

동시 발행: 트랙 1 시장·산업
이자의 시대 — 코어위브·TSMC·소프트뱅크 (CONDERI-IR-2026-11-12)

동시 발행: 트랙 2 학술·연구
위임의 값 — 에이전트의 책임성 실증 연구 7편 (CONDERI-AR-2026-11-12)

동시 발행: 포커스 칼럼 6호
칩은 국경을 넘었고, 책임은 아직 국경 안에 있다