VOL. 03 | 2026. 11. 11.

값을 매기는 한 주

글로벌 6대 매체 교차 분석 — 금리·부채·전력·허가가
같은 주에 다시 계산됐다

McKinsey · WSJ · Financial Times · The Economist · Bloomberg

0.4%
미 10월 CPI 전월비
근원 0.3%, 3개월 연속

37%
AI가 EBIT에 기여했다는
응답 비율 (McKinsey)

$750B
4대 하이퍼스케일러
올해 CAPEX (Bloomberg)

409
올해 1~8월 미국 카운티의
데이터센터 모라토리엄 (Economist)

발행 CONDERI AI산업전략연구실 · 문서등록번호 CONDERI-GO-2026-11-11 · 배포구분 Public(일반공개)
본 보고서는 공개된 보도·공시를 교차 검증해 재구성한 분석이며, 투자·법률 자문이 아닙니다.

CONDERI

한 문장으로: 이번 주 시장은 AI를 팔지 않았다, AI의 값을 다시 썼다

금리(돈의 값)·신용(부채의 값)·전력(허가의 값)·수익(성과의 값)이 같은 주에 재계산됐다 — 6대 매체 교차 읽기

4.99%
미 10년물 (11-10, +12.6bp). 42조 달러 규모 10년물 입찰도 5.02%에 낙찰, 딜러 배정 10%로 5월 이후 최대

70~75%
에이전트 운영의 변동비 중 사람 감독 비중. 토큰은 20~25%에 불과 (McKinsey)

BB
앤트로픽 IPO 후 예상 신용등급. 투자등급이 아닌 '하이일드' — 블랙스톤이 투자자에 통보 (FT)

9.5~15.3%
2030년 미국 전력 소비 중 데이터센터 비중 전망 (2023년 4.4%, LBNL)

I. 6대 매체가 공통으로 본 것

여섯 매체의 이번 주 텍스트는 표면적으로 다릅니다 — CPI(WSJ), 사모크레딧(FT), 전력 정치(Economist), CAPEX(Bloomberg), AI ROI(McKinsey). 그러나 교차하면 하나의 문장이 됩니다. **"AI 수요는 여전히 강하지만, 그 수요를 조달하던 가격표가 전부 다시 매겨졌다."** 금리는 올랐고, 데이터센터 채권 스프레드는 벌어졌고, 지역 허가는 막혔고, 기업의 AI 수익 증명 요구는 더 구체해졌습니다. 네 개의 값이 동시에 오르면 프로젝트의 IRR은 하나의 변수만으로는 계산되지 않습니다.

II. 한국 기업에 대한 한 줄

금리·전력·허가가 동시에 오르는 국면에서 한국의 비교우위는 **제조 원가와 전력 안정성**입니다. 다만 그 우위는 '싸게 만들어 준다'가 아니라 **'일정과 전력을 계약으로 보증한다'**로 팔 때만 값이 됩니다. 이번 주 FT가 전한 공급망 금융 구조(칩을 담보로 한 SPV 리스)는 그 계약의 실제 서식입니다.

III. 오늘의 옴니버스 구성

파트	매체·초점	이 리포트가 답하는 질문
Part I	McKinsey — AI ROI·에이전트 원가	AI 예산은 어디로 새는가, '완료된 업무'의 원가는 얼마인가
Part II	WSJ — CPI·금리·국채 입찰	돈의 값이 오르면 AI 인프라 조달 비용은 얼마나 오르는가
Part III	FT — 사모크레딧·앤트로픽 등급	AI 부채는 누가 들고 있고, 그 위험은 어디로 전이되는가
Part IV	The Economist — 데이터센터 정치	허가 리스크는 어떻게 가격이 되고, 어디로 이전되는가
Part V	Bloomberg — CAPEX·단일 데이터센터 원가	1개 데이터센터의 1달러는 어디로 가는가
Part VI	교차 분석·한국 시사점	네 가격표를 하나의 의사결정표로 어떻게 합치는가

읽는 순서 시간이 없으면 Part VI(교차 분석·한국 시사점)만 읽어도 판단은 가능합니다. Part I~V는 그 결론의 근거를 매체별로 분해한 것입니다.

The Week Everything Was Repriced — Except Demand

Money, credit, power and permission were repriced within five sessions; the AI build-out kept its volume but lost its old price

WSJ / FT: the cost of money and the cost of credit

October CPI printed 0.4% month on month with core at 0.3% for a third month. The two-year yield rose 18.7 basis points to 4.73%, its biggest one-day move since the April 2025 tariff tantrum, and the ten-year reached 4.99%. A $42 billion ten-year auction cleared at 5.02% with dealers left 10%, the most since May. In credit, Blackstone told investors Anthropic will most likely be rated in the BB range rather than investment grade after its IPO, and the same data-centre debt that was shopped at 170bp over Treasuries six months ago is now offered at 220-250bp.

Economist / Bloomberg: permission and physical cost

US counties considered 409 moratoriums in the first eight months of 2026, nearly seven times last year's total; Gallup found 71% opposition to local data-centre construction. The four largest hyperscalers will spend about $750 billion of capex this year, more than the GDP of Ireland or Belgium. Roughly $17.1 billion of a single large data centre goes to chips and servers, against $3 billion to power and $1.7 billion to cooling — semiconductors dominate the bill, and memory is the tightest link.

McKinsey: the ROI gap is an oversight-cost problem

In McKinsey's 2026 Global Survey only 37% of organisations attribute any EBIT contribution to AI, flat on last year, while 80% of individuals report personal productivity gains. Among companies above $1 billion in revenue, 40% are scaling agents, up from 27%. The economics explain the gap: in banking customer service, human oversight is 70-75% of the variable cost of running an agent and tokens only 20-25%. A single-agent workflow can cost $20,000-30,000 a year to run, a multi-agent team $100,000-200,000. Completed-work ROI, not token price, is the number that matters.

The synthesis

Demand has not broken. What broke is the assumption that capital, power and permission were free variables. The winning posture for 2027 is not to forecast AI demand but to **contract the four costs** — financing, credit spread, interconnection and local consent — before capacity is ordered. Companies that price these four explicitly will buy the same GPUs at a lower all-in cost than those that do not.

Numbers that moved this week

Item	Before	Now (10-11 Nov)
US 2-year yield	4.54%	**4.73%** (+18.7bp, biggest since Apr 2025)
US 10-year yield	4.87%	**4.99%**, intraday above 5%
Data-centre debt spread	170bp over (six months ago)	**220-250bp** for the same issuer
Anthropic post-IPO rating	Investment grade expected	**BB range** (high yield)

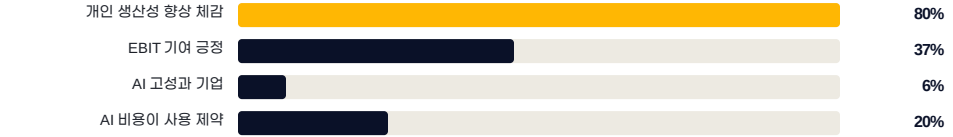
Reading note Figures are quoted as published by each outlet or filing; where the report reconstructs a number (for example the funding mix or segment growth rates in the charts) it is labelled as a CONDERI estimate and is not an official statistic.

① 개인은 빨라졌는데 기업의 EBIT은 그대로다 — 37%의 벽

McKinsey 2026 글로벌 서베이: 개인 생산성 80%가 체감하는데, 기업 재무 성과는 37%만 확인

1.1 서베이 핵심 수치 The state of AI in 2026

응답 기업 비율 (%)



[그림 1] McKinsey Global Survey on AI(2026-11-04 공개). 고성과 기업 = EBIT 5% 이상 기여 + 영향 '유의미' 응답

같은 서베이에서 **매출 10억 달러 초과 기업의 40%**가 에이전트를 확장 중이라고 답했습니다(전년 27%). 코딩 에이전트는 20%(대기업 31%)가 확장 단계. 응답자의 **약 1/3**은 "에이전트 코딩 도구로 직접 만들 수 있어 소프트웨어 구매를 포기한 사례가 있다"고 답했습니다. 60%는 내년 AI 투자를 늘리겠다고 했고, 39%는 AI로 인한 총 고용 감소를 예상했습니다(전년 32%).

간극의 구조

개인 수준의 효용은 측정이 쉽고, 기업 수준의 이익은 **프로세스 재설계·비용 재배분**이 필요합니다. 같은 도구를 쓰면서도 EBIT에 도달하는 비율이 6%에 그치는 이유는 도구가 아니라 **업무 단위의 재정의**가 안 됐기 때문입니다.

비용이 제약이 된 20%

응답자의 20%는 **토큰을 포함한 AI 운영비**가 사용을 제약한다고 답했습니다. 토큰 단가가 내려가는데 총 지출이 늘어나는 구조 — 다음 페이지의 원가 분해가 그 이유를 설명합니다.

한국 적용

'도구 도입률'이 아니라 **EBIT 기여 워크플로 수**를 KPI로 삼아야 합니다. 도구 수는 늘고 기여 워크플로가 0인 상태가 가장 위험한 중간 지대입니다.

교차 검증 McKinsey의 37%는 WSJ가 전한 기업 실적·가이던스와 같은 방향이다. 금리가 오르는 국면에서 시장은 'AI 서사'가 아니라 **EBIT으로 증명된 AI**에만 프리미엄을 준다 — 앤트로픽 밸류에이션 조정(Part Ⅲ)도 같은 논리의 다른 표현이다.

서베이의 나머지 숫자 — 예산과 인력

항목	2026	비고
매출 10억 달러 초과 기업의 에이전트 확장	40%	전년 27%. 매출 10억 달러 이하 기업은 22%로 정체
코딩 에이전트 확장	20%	대기업 31%. 소프트웨어 구매 대체의 주된 경로
IT 예산 중 AI 비중 10% 초과	28%	"수평 도구는 사업 비용으로 관리" — 마이클 추이
내년 AI 투자 확대 예상	60%	제약·보험·금융이 가장 적극적
AI로 인한 고용 감소 예상	39%	전년 32%. 변화 없음 응답은 43%

출처: McKinsey Global Survey on AI(2026-11-04 공개), diginomica 해설 인용.

② 토큰은 변동비의 4분의 1, 사람의 감독이 4분의 3

McKinsey QuantumBlack「Where AI agents pay off」(2026-08-24): 완료된 업무(completed-work ROI) 기준으로 계산하라

1.2 에이전트의 원가 구조 Total cost of ownership for agentic workflows

원가 항목	비중·수준	내용과 실무 함의
사람의 감독	변동비의 70~75%	은행 고객 응대 기준. 기능·리스크 전문가가 검토. 온보딩 워크플로는 실행의 10~20%가 전문가 검토 대상
토큰	변동비의 20~25%	프런티어 모델(GPT-5.5급) 100만 토큰당 입력 $5·출력 $30, 경량 모델 $0.20·$1.25. 모든 과제에 최고 모델이 필요하지 않다
고정비	에이전트당 연간	클라우드 컨테이너·메모리·모니터링 + 오케스트레이션(프로덕션 유지 인력). 규모가 커질수록 상각
단일 워크플로 실행비	$2만~3만 / 년	은행 대고객 에이전트 기준. 멀티에이전트 팀은 **$10만~20만** — 에이전트 수가 곧 고정비
완료 원가(예시)	고객 $50~150 → $10~30	계좌 개설 1건. 5~7개 에이전트 + 결정형 시스템 + 2~4개 팀의 감독이 합쳐진 결과
규모 효과	2,500명 온보딩 $1만~1.5만	물량 2배로 늘려도 $1.5만~2만 — 고정비 상각이 핵심. **재사용 가능한 에이전트**가 수익성의 원천

출처: McKinsey QuantumBlack,「Where AI agents pay off: A practical guide to the economics of agentic workflows」(2026-08-24). 가격은 2026년 7월 초 기준 공개 단가.

왜 토큰 단가가 내려가도 총액이 오르나

에이전트는 한 번에 끝나지 않습니다. 계획·도구호출·재시도·검증이 반복되며 실행당 토큰이 **수십 배**로 늘어납니다. 단가는 1/100이 됐지만 실행량은 100배가 될 수 있습니다.

경영진이 바꿔야 할 지표

'토큰당 원가' → '**완료 1건당 전부하 원가**'. 그리고 분기 리뷰(QBR)에 AI 단위경제를 정식 안건으로 올려, 어떤 워크플로가 값을 하고 어떤 워크플로를 접을지 결정해야 합니다.

국내 스타트업 시사점

검토 인력이 병목이므로, **검토를 자동화하는 제품**(감사로그·증거번들·샘플링)이 에이전트 자체보다 큰 시장이 될 수 있습니다. McKinsey 수치로 변동비의 3/4이 여기 있습니다.

실무 계산식 에이전트 ROI = (완료 건수 × 건당 절감액 − 토큰비 − **검토시간 × 검토자 시급** − 고정비) / 초기 구축비. 네 항 중 검토시간이 가장 큰데도 가장 자주 빠지는 항목입니다.

③ 0.4%가 바꾼 것 — 12월 인상이 기정사실이 됐다

10월 CPI 전월비 0.4%·근원 0.3%, 예상 상회. 2년물 18.7bp 급등은 2025년 4월 '관세 난류' 이후 최대

2.1 금리·물가 스냅샷 (2026-11-10) Rates and inflation

지표별 반응

지표	수치	전일 대비 / 비고
CPI (전월비)	0.4%	예상 0.3% 상회, 9월 0.6%에서 둔화
근원 CPI	0.3%	예상 0.2% 상회, **3개월 연속 0.3%**
미 2년물	4.73%	+18.7bp — 2025년 4월 이후 최대 단일 상승
미 10년물	4.99%	+12.6bp, 장중 5% 상회
미 30년물	5.352%	+9bp 이상
10년물 입찰	5.02%	420억 달러, 딜러 배정 10% (5월 이후 최대)
12월 인상 확률	25bp 85% / 50bp 15%	오전 50bp 확률 15% → 오후 10%로 후퇴

출처: 미 노동통계국·Reuters·CNBC·CME FedWatch(2026-11-10). 정책금리는 3.75~4.00%.

연준 인사들의 언어

윌러 이사: "근원 0.3%면 12월 8~9일 회의에서 **50bp 인상을 고려해야 한다**. 25bp만 올리면 신뢰도가 위험해진다." 로건 댈러스 총재: "0.5%p 이상 올린 뒤 멈춰 상황을 볼 필요가 있다." 슈미드 캔자스시티 총재: "정책금리는 여전히 완화적."

왜 이번엔 '에너지'가 아니었나

에너지발 물가는 둔화됐는데 근원이 3개월 연속 0.3%입니다. 물가 압력이 **핵심 재화·서비스**로 번졌다는 뜻이며, 인플레이션 인사이츠는 10월 근원 PCE가 **0.34%(연율 4%)** 수준으로 상승할 것으로 추정했습니다.

자산 가격 반응

달러지수 +0.3%(102.05), 금 -2%($4,057), 나스닥 선물 -1.4%. '실질금리 상승 + 달러 강세'는 **장기 성장주와 원자재에 동시에 불리한 조합**입니다.

왜 2년물이 더 움직였나

정책금리 경로에 민감한 2년물이 18.7bp 오른 반면 30년물은 9bp에 그쳤습니다. 시장이 보는 것은 **장기 성장 둔화 + 단기 긴축**의 조합입니다.

입찰이 더 나쁜 소식이었다

CPI만으로는 설명되지 않는 약세가 있었습니다. 420억 달러 10년물이 5.02%에 낙찰되고 딜러 배정이 10%로 늘어난 것은 **민간 수요의 공백**을 뜻합니다.

AI 자금조달에의 함의

데이터센터 프로젝트의 가정 금리를 50~100bp 올려 재계산해야 합니다. 7~10년 만기 리스 구조에서 이 차이는 **총비용의 두 자리수 %**를 바꿉니다.

④ 커브는 평탄해지고, AI 인프라의 할인율은 올라간다

2년-10년 스프레드 25bp(9월 24일 이후 최평탄). 인상 사이클이 2027년까지 이어질 수 있다는 관측

2.2 금리 상승이 AI 밸류체인에 전달되는 경로 Transmission channels

경로	메커니즘	이번 주에 관측된 증거
① 할인율	장기 무위험금리가 오르면 성장주의 터미널 밸류가 하락	나스닥 -0.90%, 선물 -1.4%. 10년물 장중 5% 재돌파
② 조달비용	데이터센터 채권 스프레드 + 기준금리 동반 상승	동일 딜(QTS) 6개월 전 170bp → 현재 220~250bp (FT·Semafor)
③ 재무비용	리스·SPV 구조의 이자비용이 임차료로 전가	앤트로픽 관련 630억 달러 딜의 선순위는 브로드컴 보증(A등급)으로 금리 하락
④ 수요	고금리는 한계 프로젝트의 IRR을 무너뜨려 발주를 늦춤	아직 발주 축소는 미관측 — 4대 하이퍼스케일러 CAPEX 7,500억 달러 유지

출처: Reuters·CNBC·FT·Semafor(2026-11-02~10), 콘데리 정리.

평탄한 커브가 말하는 것

2년-10년 스프레드 25bp는 **"단기 긴축은 확실하지만 장기 성장 기대는 제한적"**이라는 신호입니다. 골드만삭스자산운용의 린지 로즈너는 "12월 인상이 기본 시나리오이며, 끈질긴 물가 때문에 2027년 추가 인상도 배제할 수 없다"고 말했습니다. AI 인프라 프로젝트의 재무 모델에서 **가정 금리를 100bp 올려 다시 계산해야 하는 국면**입니다.

한국 시사점

원/달러가 안정되고 국내 금리가 미국보다 낮게 유지되면, **데이터센터·전력 인프라의 조달을 국내에서** 하는 것이 유리해집니다. 반대로 달러 조달 비중이 큰 스타트업은 밸류에이션·런웨이 가정을 재점검해야 합니다.

주의 CPI의 전년비는 2025년 10월 미국 정부 셧다운으로 비교 기준이 없어 발표되지 않았습니다(9월 전년비 3.7%). 물가 수준은 여전히 목표 2%를 크게 웃돌고, 6년 가까이 목표를 상회한 상태입니다.

금리 경로별 AI 인프라 프로젝트의 압박 (콘데리 시나리오)

시나리오	가정	프로젝트에 미치는 영향
기본 (12월 25bp)	10년물 4.8~5.0% 유지	기존 발주 유지. 신규 프로젝트는 금리 헤지 필수화
긴축 (12월 50bp+2027 추가)	10년물 5.3% 이상	후순위 조달 비중 축소, 일부 프로젝트 착공 연기. 밸류에이션 멀티플 압축
둔화 (물가 진정)	10년물 4.5% 이하	커브 정상화. 장기 프로젝트 재개, 성장주 반등

콘데리 시나리오 분석. 금리 가정은 시장 선물과 연준 발언을 참고한 것으로 예측이 아님.

⑤ 앤트로픽은 '투자등급'이 아닌 BB — 부채의 값이 다시 매겨졌다

블랙스톤이 630억 달러 칩 금융 딜 투자자에게 통보: IPO 후 신용등급은 하이일드(BB) 범위가 유력

3.1 **Project North Star — 630억 달러의 구조** Chip-backed lease financing

선순위와 후순위의 갈림

트랜치	규모	보증·등급
선순위	420억 달러	**브로드컴 보증**(A등급). 구글 TPU 1.5GW 임차 구조
후순위	180억 달러	Kroll **BB+**(전망 긍정), Morningstar DBRS **BB**. 블랙스톤이 90억 달러 인수, 수익률 10% 초과
만기 구조	2027년부터 납품	브로드컴이 임차료의 72.5%와 잔존가치 차액 부담(최대 430억 달러)

출처: FT·Fortune·Semafor(2026-10-30~11-04). 프로젝트명 Project North Star.

핵심은 **위험이 사라진 것이 아니라 옮겨졌다**는 점입니다. 선순위 투자자는 브로드컴의 신용을 보고 사고, 브로드컴은 자사 고객의 부도 위험을 떠안습니다. 칩을 만드는 회사가 칩을 사는 회사의 신용을 보증하는 구조는 **공급망 금융이 밸류체인 전체의 신용 리스크로 결합**되었음을 뜻합니다.

같은 회사, 같은 담보, 다른 금리

블랙스톤이 후원하는 데이터센터 운영사 QTS는 6개월 전 국채 대비 **170bp**에 8억 달러를 조달하려 했습니다. 같은 딜이 지금은 **220~250bp**에 재판매되고 있습니다. 등급이 아니라 **심리**가 가격을 바꾼 사례입니다.

투자자 풀의 축소

투자등급이 없으면 보험사·연기금의 대량 매수가 제한됩니다. 결과적으로 **사모크레딧·헤지펀드**가 더 큰 비중을 차지하고, 그들은 더 높은 수익률을 요구합니다 — 조달 비용의 구조적 상승입니다.

한 줄

AI 인프라의 병목은 칩이 아니라 **칩을 담보로 돈을 빌릴 때의 등급**으로 이동했습니다.

보증이 만든 위계

선순위는 브로드컴의 A등급을 빌려 낮은 금리로 팔립니다. 같은 프로젝트 안에서 금리가 두 갈래로 갈리는 구조는 **밸류체인 안에서 신용을 재분배**하는 것과 같습니다.

재임대 위험

커스텀 TPU는 엔비디아 GPU보다 재임대 풀이 좁습니다(KBRA). 부도 시 회수율이 낮아진다는 뜻이며, 후순위 금리에 이미 반영됐습니다.

BIS의 경고

AI 관련 사모크레딧 잔액은 10년 만에 30억 달러에서 약 2,000억 달러로 늘었습니다. 그림자 금융의 AI 노출은 **금리 충격의 새 전달 경로**입니다(차트 4).

⑥ 8,950억 달러의 약정, 1,466억 달러의 유동성 — 압박은 유동성이 아니라 약정이다

앤트로픽 S-1이 공개한 2045년까지의 컴퓨트 약정과 공급자 금융 구조

공시된 재무 구조

항목	규모	성격
컴퓨트 약정	8,954억 달러	2045년까지. 이전 추정(약 6,000억)보다 확대
유동성	1,466억 달러	9월 30일 기준 현금·단기투자·가용 신용한도 포함
브로드컴 손실 흡수	최대 430억 달러	630억 달러 장비금융에서 부도 시 차액 부담
전환사채 한도	420억 달러	브로드컴 대상. 통상 9% 이자, 조건 미충족 시 13%·전환가 85%
3분기 매출 성장	전분기 대비 +45%	전년 대비 1,000% 초과. 성장률 자체는 조건을 크게 상회
밸류에이션	최대 1.404조 달러	공모가 밴드 $70~78, 클래스 A 8억 2,500만 주

출처: 앤트로픽 수정 S-1(2026-11-04 Fortune 분석), FT·TechCrunch 보도.

공급자 금융의 역설

칩을 파는 회사가 칩을 사는 회사의 자금을 대고, 그 부도를 보증합니다. 매출이 성장하는 동안에는 모두에게 이롭지만, **수요가 꺾이는 순간 공급자의 매출과 금융손실이 동시에 발생**합니다. KBRA는 커스텀 TPU가 엔비디아 GPU보다 **재임대 위험이 크다**고 지적했습니다.

상장 자금의 용도

공모 자금은 **공급자 금융 의존을 줄이는** 데 쓰입니다. 즉 상장은 성장 자금 조달이자 **협상력 회복**의 수단입니다. 반대로 말하면, 상장이 지연되거나 밴드가 낮아지면 약정 구조의 압박이 그대로 남습니다.

한국 공급망 관점

메모리·패키징·전력기기 공급사는 **고객의 신용을 함께 보는 시대**입니다. 수주잔고가 늘어도 고객의 등급이 BB라면 매출채권 위험이 커집니다.

공모 밴드의 정치 공모가 밴드 $70~78은 발행자와 인수단이 합의한 **'팔릴 가격'**입니다. 5월 사모 라운드의 9,650억 달러보다는 높지만, 당초 목표 2조 달러보다 30% 낮습니다. 시장이 요구한 할인은 성장률이 아니라 **신용등급과 약정 구조**에 대한 것입니다.

3.2 상장 이후 등급의 세 가지 길

Rating path scenarios

경로	조건	자금조달에 미치는 영향
상향	매출이 약정을 앞지르고, 유동성 1,466억 달러가 유지	BBB 진입 시 보험사·연기금 자금이 열려 조달비용이 수십 bp 하락. 후순위 물량도 소화
유지	BB 범위 · 현금흐름 개선과 약정 증가가 평형	사모크레딧·헤지펀드 중심 조달 지속. 수익률 10% 전후의 비용 부담 누적
하향	매출 성장 둔화 또는 추가 약정 확대	리볼버(신용한도) 인출이 시장에 노출되면 경고 신호. 브로드컴 보증 의존도 상승

콘데리 시나리오 정리. 등급 판단은 신용평가사 고유 권한이며 여기서는 조건만 정리함.

⑦ 데이터센터는 미국에서 가장 인기 없는 인프라가 됐다

올해 1~8월 카운티 단위 모라토리엄 409건(전년의 약 7배). 갤럽 조사 반대 71%

4.1 반대의 정치 지형 The data-centre backlash

여론의 이동

조사	결과	시점
갤럽	반대 71%	2026년 3월 — 1년 전 다수 찬성에서 역전
애넨버그	순호감도 19%p 하락	2월 → 6~7월
이코노미스트/유고브	반대 63%	8월 말
폭스뉴스	지역 우려 75% vs AI 자체 11%	반대 이유 — 요금·용수·교통
유에클론 인사이츠	편익 1개만 제시해도 반대 완화	이달 — "거래할 의사가 있다"

출처: The Economist, 「How data centres became one of America's hottest political issues」(2026-11-02).

정치가 뒤집힌 방식

일리노이 프리츠커 주지사는 2019년 "데이터센터는 도로·철도만큼 중요한 인프라"라며 세제 혜택을 만들었고, 올해 8월에는 "전기·용수 요금을 올린다"며 신청을 중단했습니다. 텍사스 애벗 주지사는 전력망 감사를 명령했고, 펜실베이니아 셔피로 주지사는 지역 거부권을 강화했습니다.

트럼프의 개입

8월 31일 "반대하는 지역은 '뒤처지고 가난해질 것'", "중국이 가장 기뻐할 일"이라며 지지했지만 여론은 돌아서지 않았습니다. 오픈AI는 중국의 여론전을 지적했으나 "관측 가능한 참여가 거의 없었다"고 자체 결론을 냈습니다.

같은 주에 바뀐 세 개 주(州)의 태도

주	과거	현재
일리노이	2019년 세제 혜택 도입 "도로·철도만큼 중요"	2026년 6월 신청 중단, 8월 "전기·용수 요금 위험" 발언
텍사스	작년까지 "AI 개발의 중심지"라며 유치	전력 유틸리티에 데이터센터 전력 사용 감사 명령
펜실베이니아	"우리는 이미 AI에 올인했다"	지역 거부권 강화, 상대 후보를 '데이터센터 편'으로 규정

출처: The Economist(2026-11-02).

⑧ 반대는 'AI'가 아니라 '요금'이다 — 그래서 협상이 가능하다

전력 소비 비중은 2030년 9.5~15.3%로, 요금 영향은 논쟁 중. 유권자는 '거래'에 열려 있다

4.2 전력과 보상의 구조 Power, rates and consent

쟁점	공식 수치	해석
전력 소비 비중	2023년 4.4% → 2030년 9.5~15.3%	로런스버클리연구소. 절대량은 급증하지만 '전력계통 전체의 위기'와는 다름
요금에 미친 영향	2019~2024년 평균 요금 6% 하락	전력연구원(EPRI) — 고정비 분산 효과. 다만 도매가격은 상승 압력
용수	구글 109억 갤런(2025)	"남서부 골프장 73곳 관개량" — 지역 우려 대비 실제 사용량은 작음
모라토리엄	1~8월 409건	전년의 약 7배. 중간선거 경합주 대부분에서 카운티 20% 이상 통과
수용 가능 보상	중앙값 1만 달러	버지니아대 조사. 중간 규모 카운티 전체에 지급하면 약 2.4억 달러 — 업계에 큰 비용 아님

출처: The Economist(2026-11-02), LBNL·EPRI·UVA 인용.

허가가 곧 원가

일리노이·애리조나·오하이오는 칩 매입 세제혜택을 중단·조건부로 바꿨습니다. 세제 혜택 1%p 축소는 프로젝트 IRR에 직접 반영됩니다.

지역 이전의 경제학

텍사스 한 주의 착공 물량이 조지아·애리조나·펜실베이니아를 합친 것보다 많습니다. 자본은 허가가 빠른 곳으로 이동합니다.

노동조합의 역설

일리노이는 조합이 강한데, 조합은 데이터센터 유치를 지지합니다. "건설 일자리가 인디애나로 간다"는 반발이 민주당에 부담입니다.

교차 읽기 Economist의 정치 분석과 FT의 신용 분석은 같은 결론으로 만난다. **허가 지연은 곧 금융비용**이다. 착공이 늦어지면 이자는 계속 발생하고, 임차 개시일은 밀리며, SPV의 DSCR은 낮아진다. 지역 동의는 PR이 아니라 **재무 변수**다.

지역과의 거래 설계 — 무엇을 줄 수 있는가

제공 수단	지자체의 관심	설계 시 유의점
재산세·매출 기여	학교·도로 예산과 직결	장기 고정분 vs 변동분 분리 제시. 첫 5년 보장이 신뢰를 만든다
전력요금 상한	주민 요금 인상 우려 완화	대규모 수요자 전용 요금제(large-load tariff)로 구조화
고용·교육	건설·운영 일자리, 직업교육	조합·지역대학과 3자 합의. 구두 약속은 다음 선거에서 사라진다
현금 보상	UVA 조사 중앙값 1만 달러	중간 규모 카운티 전면 지급 시 약 2.4억 달러 — 업계에 큰 비용 아님

오른쪽 열은 콘데리 해석이며, Economist가 직접 검증한 처방이 아님.

⑨ 7,500억 달러 — 아일랜드 GDP보다 큰 한 해의 설비투자

4대 하이퍼스케일러의 2026년 CAPEX. S&P500 전체 설비투자의 절반, 미국 가구당 5,500달러에 해당

5.1 규모의 감각 Scale of the build-out

비교 가능한 크기

비교 대상	7,500억 달러의 의미
국가 GDP	아일랜드 또는 벨기에의 연간 GDP보다 큼
S&P500 CAPEX	전체 기업 설비투자의 절반 이상
가구당 환산	미국 모든 가구에 5,500달러씩 지급할 수 있는 규모
내년 전망	일부 리서치는 2027년 1조 7,000억 달러 수준까지 확대를 언급
역사적 비교	미국 고속도로 건설 이후 최대 규모의 단일 인프라 투자

출처: Bloomberg Businessweek Daily(2026-10-13, Lynn Doan·Ian King). 대상: 메타·아마존·마이크로소프트·알파벳.

블룸버그의 반도체 담당 기자는 이 사이클의 성격을 이렇게 규정했습니다. “이 산업은 항상 과잉 건설해 왔고, 공급과 수요의 시차를 맞춘 적이 없습니다. **다르다고 말하는 사람은 산업의 작동 방식을 이해하지 못한 것**입니다. 문제는 시점뿐입니다.” 메모리 3사가 수년치 수요를 이미 계약으로 잠갔다는 점이 이번 사이클의 예외입니다.

전력이 첫 번째 병목

변압기·송전 설비 리드타임이 수년 단위입니다. 블룸에너지가 오라클용 현장 발전을 **55일**에 연결한 사례가 주목받는 이유입니다. “계통은 이런 속도의 증설을 전제로 설계되지 않았다”(브룩필드).

전력이 붙은 땅(전력 확보 부지)의 프리미엄

계통 연결 또는 전력공급 계약이 끝난 부지를 사들이는 전문 사업자가 등장했습니다. 트랙트캐피털은 3만 에이커 이상을 확보해 데이터센터 사업자에게 매각합니다. **부동산이 아니라 전력 옵션**을 파는 시장입니다.

한국 기회

변압기·전력기기·냉각 설비는 한국 공급사의 주력 품목입니다. 병목이 **전력 설비**로 이동했다는 것은 수출 기회가 반도체에서 전력기기로 넓어졌다는 뜻입니다.

사이클의 법칙

“이 산업은 항상 과잉 건설해 왔고 공급·수요 시차를 맞춘 적이 없다. 다르다고 말하는 사람은 산업을 이해하지 못한 것이다. 문제는 시점뿐이다” — 블룸버그 반도체 담당.

예외 조항

메모리 3사가 수년치 수요를 계약으로 잠갔다는 점이 이번 사이클의 유일한 차이입니다. 단, 그 계약의 상대방 신용이 나빠지면 예외도 사라집니다(Part Ⅲ).

일정의 가격

블룸에너지의 오라클용 현장 발전 55일 연결은 상징적입니다. 계통 연결 대기(수년)를 피하는 프리미엄이 **별도의 시장**을 만들었습니다.

⑩ 데이터센터 1개동의 1달러는 어디로 가는가

칩·서버가 압도적, 그 다음이 건설·전력·냉각. 메모리는 이미 수년치 계약이 잠겨 있다

5.2 단일 데이터센터 원가 구성 Where the dollars go

항목별 원가 (블룸버그 추정, 단일 프로젝트)

항목	금액	비고
칩·서버	171억 달러	GPU 1장 약 3만 달러 × 서버당 72장 × 랙 수
전력	30억 달러	발전·변전·계통 연결
건설	24억 달러	건물·토목·부지
냉각	17억 달러	액체냉각 비중 상승
예비·기타	28억·22억 달러	공정 지연 대비 예비비 포함

출처: Bloomberg Businessweek(2026-10-13). 프로젝트 규모에 따라 절대액은 달라지나 비중 구조는 유사.

원자재 병목은 칩만의 문제가 아닙니다. 구리·시멘트·강철·천연가스 터빈·변압기까지 **동시에 가격이 올랐습니다**. 블룸버그는 "이 붐의 인플레이션 성격이 전방위적"이라고 정리했습니다. 오라클의 포스마쉬어 사례처럼 일정 지연이 계약 위반으로 이어질 수 있습니다.

메모리: 가장 좁은 문

마이크론은 노동분쟁으로 **45억 달러 대만 타오위안 공장** 건설을 사실상 중단했습니다(11-05). AI 부품의 핵심 생산기지 결정이 노사 문제로 흔들린다는 것은 공급 계획의 취약성을 보여줍니다.

팹이 데이터센터보다 느리다

칩 공장 건설은 2년 이상, 여러 개가 동시에 필요합니다. 데이터센터를 못 짓는 것이 아니라 **데이터센터에 들어갈 부품을 만들 공장을 못 짓는** 구조입니다.

실무 시사점

인프라를 직접 짓는 기업은 **원가표를 4개 항목(칩·전력·건설·냉각)으로 분리**해 각각의 리드타임과 가격 변동을 계약에 반영해야 합니다. 통합 도급은 병목을 숨깁니다.

원가 상승의 전방위성 구리·시멘트·강철·천연가스 터빈·변압기까지 동시에 가격이 올랐습니다. 블룸버그는 "이 붐의 인플레이션 성격이 전방위적"이라고 정리했습니다. 데이터센터 원가표는 **반도체 표가 아니라 원자재 표**이기도 합니다.

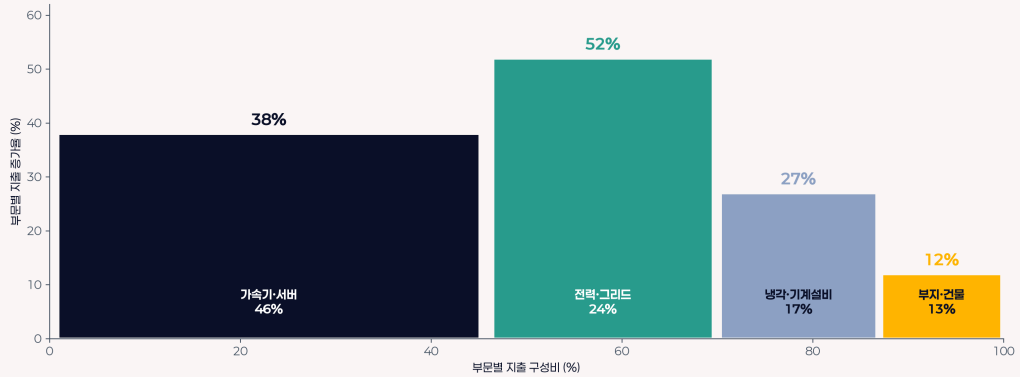
차트 1 · 돈은 칩으로만 가지 않는다

지출 구성비와 증가율은 다른 이야기를 한다 — 절대액의 왕은 칩, 증가율의 왕은 전력

CONDERI GLOBAL OMNIBUS | CHART 1

돈은 칩으로만 가지 않는다: 인프라 지출의 4개 문

AI 데이터센터 지출 구성비(가로 폭) × 2026년 지출 증가율(세로 높이), 콘데리 추정



출처: McKinsey·FT·The Economist 공개 보도(2026)와 콘데리 산업분석을 결합한 추정치. 절대 규모가 아닌 상대 구조 비교용이며 공식 통계가 아님.

[차트 1] AI 데이터센터 지출 구성비(폭) × 2026년 지출 증가율(높이). 칩·서버가 절반 가까이를 차지하지만, 증가율은 전력·그리드가 가장 높다.

콘데리 추정 — McKinsey·FT·Economist 보도와 블룸버그 원가 구성을 결합. 공식 통계가 아님

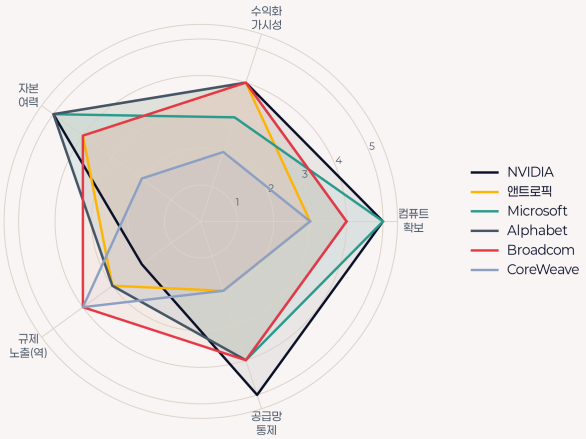
차트 2 · 청구서를 견디는 힘은 어디에 있나

같은 AI 붐에서도 자본여력과 공급망 통제가 낮은 기업은 금리·허가 충격에 먼저 노출된다

CONDERI GLOBAL OMNIBUS | CHART 2

누가 AI 붐의 청구서를 견디는가: 6개 기업 5축 역량

축별 1~5점 정성 평가 (5=최상). 컴퓨트 확보·수익화 가시성·자본여력·규제노출(역)·공급망 통제



출처: 6대 매체 보도 및 공시를 바탕으로 한 콘데리 정성 평가(추정). 재무 지표가 아닌 상대 비교용 스코어카드이며 투자 판단의 근거가 아님.

[차트 2] AI 밸류체인 6개 기업의 5축 역량(1~5점). 컴퓨트 확보·수익화 가시성·자본여력·규제노출(역)·공급망 통제.

콘데리 정성 평가 — 재무 지표가 아니며 투자 판단의 근거가 아님

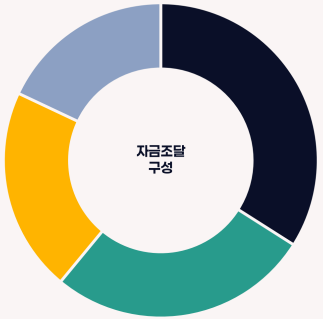
차트 3 · 켜진 서버 뒤의 부채

신용등급이 BB로 내려가면 네 갈래 중 사모크레딧의 비중과 금리가 함께 올라간다

CONDERI GLOBAL OMNIBUS | CHART 3

켜진 서버 뒤의 부채: 인프라 자금은 네 갈래에서 온다

AI 데이터센터 자금조달 구성비 추정 (2026년, %). 증가분 기준



34% 하이퍼스케일러 회사채

27% 칩·계약 담보 SPV 리스

21% 사모크레딧·ABS

18% 영업현금흐름

회사채 발행은 7월까지 1,940억 달러,
증분 부채는 CAPEX의 약 1/3(종반 기준)

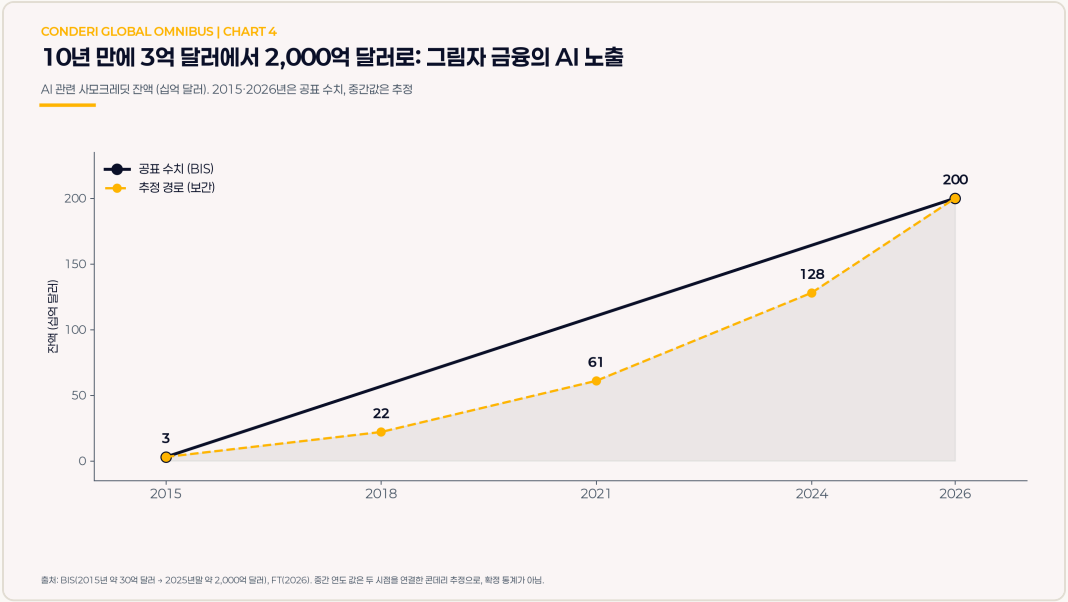
출처: FT·BIS·Goldman Sachs 공개 보도(2026)를 결합한 콘데리 추정. 개별 프로젝트의 실제 조달 비중은 공시되지 않으며, 시장 전체 구조 파악용임.

[차트 3] AI 데이터센터 자금조달 구성(증가분 기준). 회사채·SPV 리스·사모크레딧·현금흐름의 네 갈래.

콘데리 추정 — FT·BIS·골드만삭스 보도 결합. 프로젝트별 실제 조달 비중은 공시되지 않음

차트 4 · 그림자 금융의 AI 노출

은행 밖에서 조달한 AI 부채가 10년 만에 60배가 되었다 — 금리 충격의 전달 경로가 바뀌었다



[차트 4] AI 관련 사모크레딧 잔액 추이(십억 달러). 2015년 약 30억 → 2025년 말 약 2,000억 달러.

BIS·FT 공표 수치, 중간 연도는 보간 추정

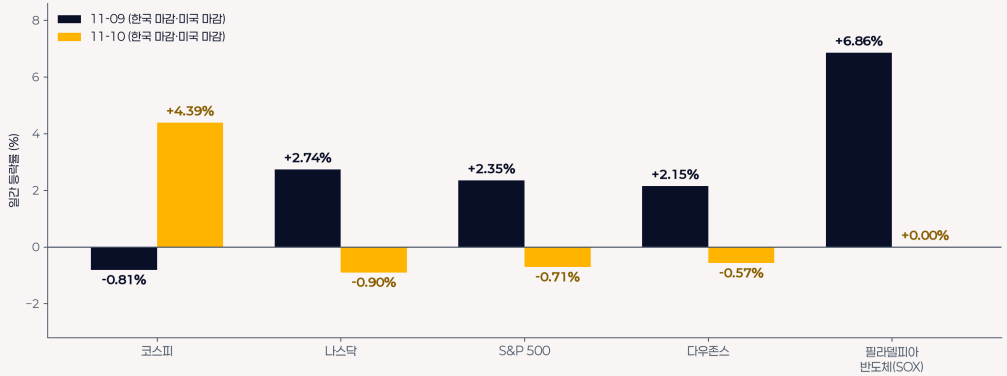
참고 · 금리 충격이 주가에 도달한 방식

CPI 발표 다음 날 서울이 먼저 반등하고 뉴욕이 되돌린 이틀 — 지역 간 시차가 곧 거래 기회였다

CONDERI DAILY INSIGHT | CHART 1

전날의 반등은 미국에서, 당일의 반등은 서울에서 — 방향이 바뀐 이틀

주요 지수 일간 등락률 (%). 한국은 11-09·11-10 종가, 미국은 11-09·11-10 종가



출처: 한국거래소·연합뉴스(11-10), Reuters·Investopedia·Axios(11-10). SOX 11-10은 보합(0.0% 근사)으로 표기. 미국 수치는 11-09·11-10 종가 기준.

[보조 차트] 11-09·11-10 주요 지수 등락률. 미국의 반등과 서울의 반등이 하루씩 어긋나 있었다.

한국거래소·Reuters·Investopedia 종가 기준

⑪ 여섯 매체를 하나의 표로 — 합의된 것과 갈리는 것

매체별 주장을 같은 축에 놓고 대조: 진단은 일치, 처방은 다르다

매체	핵심 주장	암묵적 처방	반증 가능한 지표
McKinsey	AI 수익 증명이 병목(EBIT 37%)	완료업무 ROI·감독 자동화	고성과 기업 비중(6%)의 추세
WSJ	금리 'higher for longer' 귀환	듀레이션 축소·현금 확보	12월 인상 폭, 2027년 인상 여부
FT	AI 부채는 하이일드로 재평가	보증 구조·선순위 확보	앤트로픽 실제 등급, 후순위 스프레드
Economist	허가 리스크가 정치 변수로 고정	지역 계약·보상 패키지	모라토리엄 건수, 착공 승인율
Bloomberg	물리적 병목은 전력·메모리	전력 확보 부지·장기 계약	변압기 리드타임, HBM 계약 물량
일치	수요는 꺾이지 않았다 / 비용(자본·전력·허가)이 재평가됐다 / **2027년의 승자는 원가를 계약으로 고정한 쪽**		
이견	McKinsey는 '수익 증명 부족'을, Bloomberg는 '물리적 병목'을 1차 원인으로 본다 — 전자는 수요 측, 후자는 공급 측 진단		

출처: 각 매체 2026-10-13~11-10 보도 및 공시. '반증 가능한 지표'는 콘데리가 제시한 관측 항목.

합의 ① 수요

여섯 매체 중 AI 수요 둔화를 1차 원인으로 지목한 곳은 없습니다. 조정은 가격에서 일어났고 물량에서는 아직 아닙니다.

합의 ② 원가

금리·스프레드·전력·허가가 동시에 올랐습니다. 어느 하나만 봐도 IRR은 틀립니다.

합의 ③ 계약

공급 계약(메모리·전력), 금융 계약(보증·등급), 사회적 계약(지역 동의)이 하나의 원가표로 합쳐집니다.

콘데리 진단 이번 주의 재가격은 **'AI 거품의 붕괴'가 아니라 'AI 자본비용의 정상화'**다. 2023~2025년에는 자본·전력·허가가 사실상 무료 변수였다. 이제 네 가지 모두 값이 붙었고, 그 값을 계약으로 고정할 수 있는 기업과 없는 기업의 격차가 2027년 실적을 가른다.

다음 관문 — 무엇을 언제 확인하는가

일정	이벤트	왜 중요한가
11-13	10월 생산자물가(PPI)	근원 CPI 0.3%가 서비스에서 온 것인지 재화에서 온 것인지 분해
11-13	코어위브 3분기 실적	네오클라우드 가이던스 — AI 인프라 금융의 선행 지표
11-18~19	앤트로픽 가격 결정·나스닥 상장	수요일(11-18) 밴드 확정, 목요일(11-19) 거래 개시. 신용등급과 함께 시장의 답
12-08~09	FOMC	25bp vs 50bp. AI 인프라 조달비용의 기준선
분기	하이퍼스케일러 CAPEX 가이던스	7,500억 달러가 유지되는지가 물량 확인의 증거

⑫ 네 개의 가격표를 한국 기업의 의사결정으로 옮기면

금리·신용·전력·허가를 각각 '무엇을 계약할 것인가'로 번역한 실행표

가격표	한국 기업의 노출	지금 계약해야 할 것
금리	달러 조달 비중이 높은 스타트업·중견기업의 런웨이 단축	금리 상한(캡) 조건, 원화·달러 조달 비중 목표, 12월 FOMC 전 6개월 자금 확보
신용	메모리·부품 공급사의 매출채권, 고객사 등급 하락	고객 신용 조항, 선수금·중도금 비중 확대, 보증보험
전력	데이터센터·AI 팹의 계통 연결 지연	전력 확보 부지 선점, 변압기·냉각 장기 공급 계약, 자가발전 옵션
허가	국내 인허가·지자체 민원, 해외 진출 시 지역 동의	지역 고용·교육 패키지, 이익공유 조항, 착공 전 합의서

콘데리 제안. 개별 기업의 계약 구조는 규모·업종에 따라 달라짐.

기회 ① 전력기기

변압기·차단기·HVDC·냉각. 병목이 전력으로 이동했고, 한국 공급사는 이미 글로벌 변압기 부족의 수혜 구간에 있습니다. 수주잔고보다 **납기 보증**이 차별화 요소입니다.

기회 ② 검증·감독 소프트웨어

McKinsey가 말한 변동비의 70~75%(사람 감독)를 줄이는 제품. 로그·증거번들·샘플 감사·정책 엔진은 에이전트 도입이 늘수록 필수가 됩니다.

기회 ③ '일정 보증'형 수출

싸게 만드는 것으로는 부족합니다. 허가·전력·납기를 **계약으로 보증**하는 패키지가 프리미엄을 받습니다. 에듀테크·HR 솔루션도 같은 논리로 '도입 일정 보증'을 상품화할 수 있습니다.

경고 금리·신용·전력·허가 중 두 개 이상이 동시에 악화되는 시나리오를 재무 모델에 넣어야 합니다. 네 변수는 독립이 아니며, 특히 **허가 지연 → 금융비용 증가 → 추가 허가 지연**의 악순환이 실제로 관측됩니다.

이번 주에 바로 확인할 5문항

질문	'아니오'일 때 생기는 일
1. 차입 가정에 금리 +100bp 시나리오가 있는가	IRR과 런웨이가 낙관적으로 계산되어 있다
2. 주요 고객의 신용등급을 분기마다 확인하는가	수주잔고가 있어도 대금 회수 위험을 모른다
3. 핵심 설비(변압기·냉각·HBM)의 납기 보증이 계약에 있는가	가격은 고정됐는데 일정은 고정되지 않았다
4. 입지 리스크를 지역별로 분산했는가	한 지역의 모라토리엄이 전체 일정을 멈춘다
5. AI 투자 성과를 완료 업무 단위로 측정하는가	도구 도입률은 늘고 EBIT 기여는 제로에 머문다

⑬ 다섯 개의 문장과 네 개의 관측 지표

2026년 11월 둘째 주, 글로벌 자본이 다시 매긴 것들 — 독자가 월요일에 쓸 수 있는 형태로

다섯 문장

1. AI 수요는 꺾이지 않았다. 꺾인 것은 자본·전력·허가가 무료라는 가정이다.
2. CPI 0.4%·근원 0.3%는 12월 인상을 기정사실로 만들었고, 10년물은 5%를 다시 넘봤다.
3. 앤트로픽의 BB는 'AI 프리미엄'이 신용시장에서 아직 투자등급이 아니라는 첫 공식 신호다.
4. 에이전트 원가의 4분의 3은 사람의 감독이다. 토큰 단가가 아니라 검토 시간이 병목이다.
5. 데이터센터 반대의 75%는 요금·교통·환경이다. 그래서 **거래**가 가능하고, 허가는 원가가 된다.

결론 2027년의 승자는 AI를 가장 많이 사는 기업이 아니라, **금리·스프레드·전력·허가를 가장 먼저 계약한 기업**입니다. 이 네 변수는 뉴스가 아니라 계약서에서 결정됩니다.

지표 ① 10년물·2년물 스프레드

25bp 아래로 더 평탄해지면 경기 둔화 우려가 금리보다 앞선다는 신호.

지표 ② 데이터센터 채권 스프레드

170bp → 220~250bp. 300bp 돌파 여부가 프로젝트 취소의 임계값.

지표 ③ 모라토리엄·착공 승인 건수

409건의 추세가 꺾이는지. 허가가 풀리면 전력·변압기 수요가 먼저 움직인다.

지표 ④ EBIT 기여 기업 비중

37%가 45%를 넘으면 AI 투자 사이클이 '증명 국면'에 진입한 것.

출처 — McKinsey & Company 「The state of AI in 2026」(2026-11-04), 「Where AI agents pay off」(2026-08-24), 「How CFOs can make AI pay off」(2026-11-09) · WSJ/Reuters/CNBC 「Hot October inflation report rattles markets」(2026-11-10) · Financial Times 「Anthropic expected to receive high junk rating」(2026-10-30), 「Project North Star」(2026-10-26) · Fortune 「Anthropic's IPO filing shows the risky financing」(2026-11-04) · The Economist 「How data centres became one of America's hottest political issues」(2026-11-02) · Bloomberg Businessweek 「The Staggering Costs of a Single Data Center」(2026-10-13), 「Micron Pauses Work on $4.5 Billion Taiwan Plant」(2026-11-05) · Semafor(2026-11-02) · 앤트로픽 수정 S-1. 모든 수치는 발표 시점 기준이며, 콘데리 추정치는 본문에 별도 표기했습니다.

다음 호 예고 — 11월 12일(목): 앤트로픽 공모가 확정을 앞둔 시장의 마지막 가격표, 코어위브 실적이 던지는 네오클라우드 신용 질문, 그리고 한국 전력기기·변압기 수출 잔고의 실제 추이를 추적합니다.