CONDERI

GLOBAL OMNIBUS 12 | McKinsey · WSJ · FT · The Economist · Bloomberg

청구서는 이미 발행됐다, 지불 능력만 남았다

The Invoice Is Written — Who Pays for the AI Buildout

이 리포트가 다루는 것

더 이코노미스트는 11월 14~20일자 표지에서 "그다음은 무엇인가(Whatever next?)"를 물었고, 같은 주 앤트로픽은 813억 달러를 조달하며 사상 최대 상장을 마쳤지만 뉴욕 증시는 하락했습니다. 두 사건은 모순이 아닙니다. 지출의 청구서는 이미 발행됐고, 남은 질문은 누가 언제 지불하는가입니다. 빅5의 설비투자는 처음으로 영업현금흐름을 넘어섰고, 손익분기를 위한 AI 매출 요구량은 3,080억 달러로 추정됩니다. 같은 주 한국은 수출 1조 달러를 달성했지만 수출의 42.7%가 반도체이고, 청년 고용은 48개월째 줄었습니다. 이 번호는 조달·전력·수출의 삼각에서 그 청구서의 구조를 분해합니다.

113%
빅5 설비투자
/영업현금흐름(2026)

3,080억$
손익분기
AI 매출 요구량

5%
미 국채 10년물
5.09%로 상승

42%
계획 AI에서
측정 가능 성과 없음

The Economist
표지가 던진 질문
"그다음은 무엇인가"

McKinsey
CFO의 세 가지 의무와
계획 고도화의 수익

WSJ·Bloomberg
신용융자 쏠림과
조달 비용의 재가격

한국
수출 1조 달러와
반도체 42.7%

Executive Summary / 요약

The invoice is written; the funding is the question

800십억$
빅5 설비투자(2026 추정)

3,080억$
손익분기 AI 매출

1,500억$
현재 AI 관련 연매출

1.5조$
수주 잔고(계약 기준)

오늘의 결론 — 청구서의 크기는 정해졌고, 지불 수단이 문제다

이코노미스트는 11월 14~20일자 표지에서 AI 구조물이 돈과 케이블을 흘리며 무너지는 그림과 함께 "그다음은 무엇인가"를 물었습니다. 같은 주 앤트로픽은 813억 달러를 조달하며 사상 최대 상장을 마쳤고, 첫날 종가는 공모가보다 17.1% 높았습니다. 자본은 여전히 들어옵니다. 문제는 그 자본이 돌아오는 경로입니다. 골드만삭스는 2026~2027년 평균 설비투자를 기준으로 손익분기에 연 3,080억 달러의 AI 매출이 필요하다고 추정했고, 자본수익률 10~20%를 요구하면 4,170억~5,260억 달러가 필요합니다. 현재 AI 관련 연매출은 약 1,500억 달러 규모로 추정됩니다. 수주 잔고 1조5,000억 달러는 강력한 반대 근거이지만, 그것은 매출이 아니라 지불 약속입니다.

① 조달

빅5 회사채 발행은 2020~2024년 연평균 350억 달러에서 2025년 930억 달러, 2026년 1~7월 1,320억 달러로 늘었습니다. 자유현금흐름이 마이너스로 돌아선 기업이 늘었습니다.

② 가격

미 10년물 5.09%, 12월 25bp 인상이 기정사실로 반영됐습니다. 할인율이 오르면 같은 현금흐름의 현재가치가 내려가고, 설비투자 회수 기간은 길어집니다.

③ 수익

McKinsey 분석에서 계획 고도화 AI의 투자수익 배수는 중앙값 2.6배, 상위 4분위 13배, 그러나 42%는 측정 가능한 성과가 없었습니다. 같은 기술, 갈리는 성과입니다.

한 줄 청구서는 이미 발행됐다 — 남은 것은 지불 능력과 지불 시점의 문제다

I. The Economist — 시차가 문제다

Technology is real; the financial expectations ran ahead

[The Economist] 표지가 던진 질문 — "그다음은 무엇인가"

이코노미스트 11월 14~20일자 표지는 거대한 금속 구조물이 돈과 케이블을 흘리며 기울고, 그 아래로 투자자가 떨어지는 그림을 실었습니다. 제목은 "Whatever next?"입니다. 논조는 붕괴 예고가 아니라 순서 질문입니다. 기술 진보는 실재하고, 재무 기대는 그보다 빠르게 움직였다는 것입니다. 같은 주 11월 19일 팟캐스트는 앤트로픽 상장을 다루며 800억 달러 이상 조달이라는 사실 자체보다, 그 자금이 어떤 수익 구조로 회수될지에 주목했습니다.

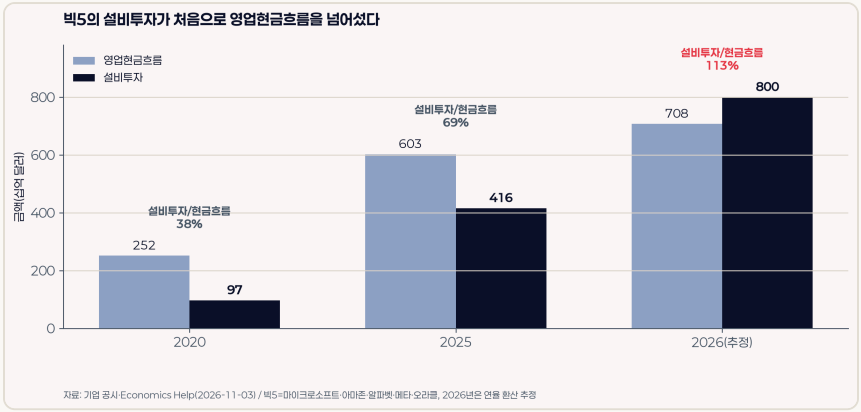
[Federal Reserve] 11월 금융안정보고서가 가리킨 것

연준의 11월 금융안정보고서는 AI 관련 금융 노출과 상호연결된 기업 의무가 커지고 있다고 지적했습니다. 이는 규제 경고가 아니라 감독 관찰입니다. 같은 주 공개된 10월 연방공개시장위원회 의사록은 거의 모든 위원이 추가 인상을 전제로 보고 있다는 점을 확인시켰습니다. 금융안정 보고서와 통화정책 의사록이 같은 방향을 가리킬 때, 자본집약 산업의 조달 계획은 두 개의 문을 동시에 통과해야 합니다.

매체·기관	핵심 논점	근거 수치
The Economist (11-14~20)	기술 진보와 재무 기대의 시차	표지 "Whatever next?"
Federal Reserve (11월)	AI 관련 금융 노출·상호 의무 확대	금융안정보고서
Capital Economics (11-09)	설비투자 지속 가능성	누적 5조 달러, 필요 매출 1.7~1.9조 달러
Goldman Sachs (09)	손익분기·자본수익 요구 매출	3,080억 / 4,170~5,260억 달러

II. 지출 — 버는 돈보다 짓는 돈이 많아진 해

Capex crossed operating cash flow in 2026



자료: 기업 공시·Economics Help(2026-11-03)

설비투자가 영업현금흐름을 넘어선 첫해

빅5(마이크로소프트·아마존·알파벳·메타·오라클)의 설비투자는 2020년 970억 달러로 영업현금흐름의 38%였습니다. 2025년에는 4,160억 달러로 69%까지 올랐고, 2026년에는 약 8,000억 달러로 영업현금흐름(약 7,080억 달러)의 113%에 이릅니다. 10여 년 만에 처음으로 버는 돈보다 짓는 돈이 많아진 것입니다. 회사별로는 알파벳이 3분기에 설비투자 514억 달러, 자유현금흐름 −91억 달러를 기록했고, 메타는 −21억2,000만 달러, 아마존은 최근 12개월 −424억 달러였습니다.

왜 중요한가

영업현금으로 감당되지 않는 설비투자는 부채와 자본으로 메워집니다. 그 순간부터 설비투자의 가격은 주식시장이 아니라 채권시장에서 정해집니다.

시간표의 문제

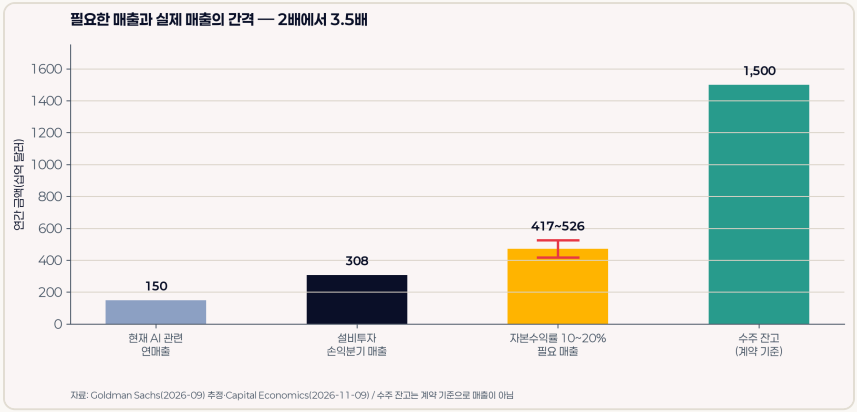
데이터센터는 3~5년에 걸쳐 지어지고, 감가는 그보다 빠를 수 있습니다. 지출과 수익의 시간표가 어긋나면 회계 이익과 현금흐름이 반대 방향으로 갈립니다.

감가상각 가정

GPU 내용연수를 4년에서 6년으로 늘리면 보고 이익은 커집니다. 동일한 현금흐름에서 이익을 만드는 회계 선택이므로, 이익과 현금을 함께 봐야 합니다.

III. 간격 — 필요한 매출과 실제 매출

The revenue hurdle, measured three ways



자료: Goldman Sachs(2026-09)·Capital Economics(2026-11-09)

필요한 매출은 실제 매출의 2~3.5배다

골드만삭스는 2026~2027년 평균 설비투자를 기준으로 손익분기 AI 매출을 연 3,080억 달러로 추정했습니다. 자본수익률 10~20%를 요구하면 연 4,170억~5,260억 달러가 필요합니다. 반면 클라우드 매출은 AI 이전 추세선보다 연 700억 달러 정도 높은 수준으로 추정됩니다. 캐피털이코노믹스는 누적 AI 투자가 이번 10년 말 5조 달러를 넘고, 정당화에 필요한 추가 매출이 연 1조7,000억~1조9,000억 달러라고 계산했습니다. 현재 AI 관련 매출 약 1,500억 달러와 비교하면 10배 이상의 간격입니다.

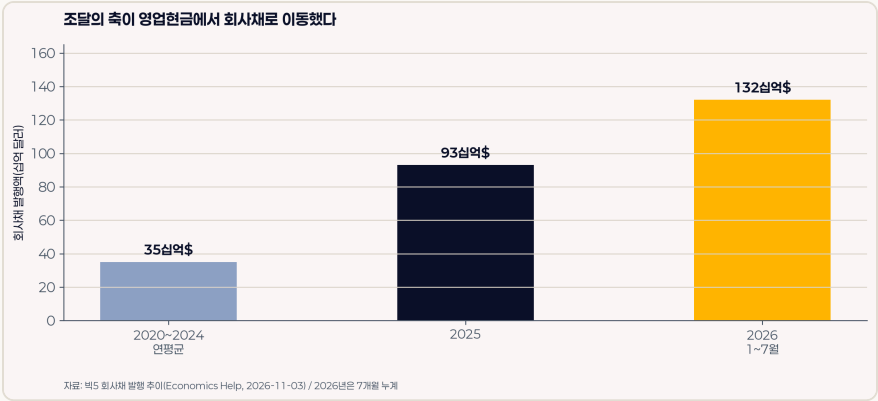
반대 근거도 강하다 — 수주 잔고 1조5,000억 달러

낙관론의 가장 강한 근거는 계약 잔고입니다. 발표된 수주 잔고는 1조5,000억 달러를 넘습니다. 다만 잔고는 지불 약속이고, 그 약속을 한 회사들 상당수가 스스로 자금을 조달해 지불합니다. 잔고가 매출로 전환되는 속도와 그 매출의 현금 전환율이 이 논쟁의 실제 변수입니다.

관찰 간격은 2배에서 10배, 그 사이에 금리와 감가상각이 있다

IV. 조달 — 회사채가 메우는 간격

The funding mix shifted from cash to credit



자료: 빅5 회사채 발행 추이(Economics Help, 2026-11-03)

조달의 축이 회사채로 이동했다

빅5의 회사채 발행은 2020~2024년 연평균 350억 달러였습니다. 2025년 930억 달러로 늘었고, 2026년에는 7개월 만에 1,320억 달러를 발행했습니다. 같은 기간 알파벳의 장기부채는 216억 달러에서 1,251억 달러로 늘었고, 메타의 장기부채는 809억 달러 수준입니다. 여기에 리스 부채가 더해집니다. 메타는 2036년까지 약 2,790억 달러의 리스 약정을 공시했습니다. 리스는 회계상 부채로 불리지 않는 경우가 많아, 부채 비율만 보면 조달 규모가 축소되어 보입니다.

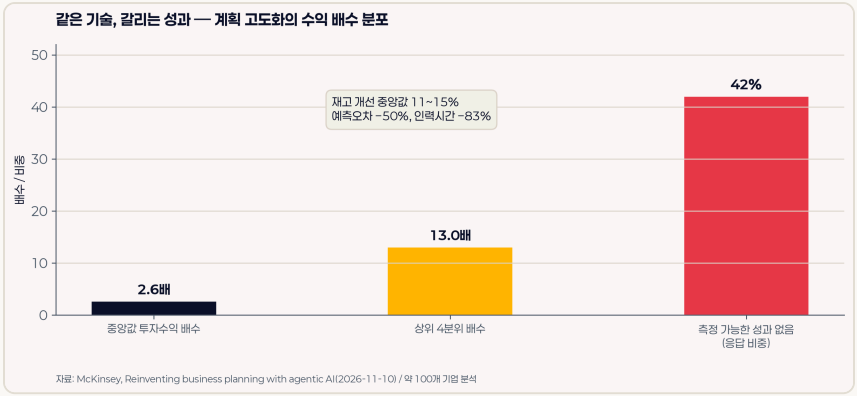
구분	규모	해석
빅5 회사채(2026.1~7)	1,320억 달러	연율 환산 시 2,000억 달러 이상
AI 관련 글로벌 채권(2026)	3,000억~5,700억 달러 추정	칩·데이터센터·전력 포함
메타 리스 약정(2036년까지)	약 2,790억 달러	부채로 계상되지 않는 의무
코어위브 일부 조달 금리	약 15%	신용 등급 차이가 만드는 조달 비용

신용시장이 먼저 반응한다

주가는 기대를 반영하고, 신용은 능력을 반영합니다. 오라클의 신용부도스와프 프리미엄이 수년래 최고 수준이라는 보도, 코어위브가 일부 차입에 15% 안팎의 금리를 부담한다는 점은 주가 조정과 다른 신호입니다. 금리가 5%에서 15%로 오르면 같은 차입으로 정당화

V. McKinsey — 수익은 기술이 아니라 프로세스에서 나온다

Same technology, different multiples



자료: McKinsey, Reinventing business planning with agentic AI(2026-11-10)

[McKinsey] 같은 기술, 갈리는 성과 — 계획 고도화의 수익 배수

McKinsey가 고급 계획 시스템을 도입한 약 100개 기업을 분석한 결과, 재고 개선 중앙값은 11~15%였고 전형적인 구현은 투자 대비 2.6배를 회수했습니다. 상위 4분위는 13배를 회수했습니다. 그러나 42%의 조직은 AI에서 긍정적이거나 측정 가능한 수익을 보고하지 못했습니다. 한 사례에서는 공정 재설계로 예측오차가 약 50% 줄고, 데이터 수집·예측 생성·보고 같은 거래적 단계 자동화로 필요 인력 시간이 83% 줄었습니다.

McKinsey가 제시한 세 의무

첫째, 사업 성과에 연결된 측정 가능한 목표를 먼저 정합니다. 둘째, 파일럿 증후군을 넘어 프로세스 전체를 재설계합니다. 셋째, 변화관리에 투자하고 해제된 역량을 생산적 업무로 재배치합니다.

CFO가 계산해야 할 것

에이전트의 구축·운영 비용(컴퓨팅·토큰)뿐 아니라 사람의 검증 비용을 함께 계산합니다. McKinsey는 검증 비용이 상당한 반복 비용이라고 명시합니다. 에이전트 경제성은 계속 바뀌므로 분기마다 재평가해야 합니다.

스타트업에 옮기면

완료된 업무의 총비용을 낮추는 제품이 팔립니다. 토큰을 아끼는 기능이 아니라, 예외 처리와 검증 절차를 줄이는 기능이 구매 이유가 됩니다.

VI. 한국 — 수출의 최전선, 조달의 최전선

Korea as both the largest beneficiary and the largest exposure

지표	수치	의미
연간 수출(11-19)	1조 달러	세계 4번째, 62년 만에 1만 배
반도체 비중(1~10월)	42.7%	전년 24.4%에서 18.3%포인트 상승
삼성전자·SK하이닉스 신용융자	약 7조원	국내 신용융자 잔액의 27.2%
두 종목 주가(6월 22일 이후)	−41.7% / −58.3%	레버리지 청산 위험
청년 취업자(10월)	−19만6,000명	48개월 연속 감소

[Bloomberg·WSJ] 한국은 수출의 최전선이고, 동시에 조달의 최전선이다

캐피털이코노믹스는 AI 투자 조정의 충격이 미국보다 부품·장비를 공급하는 경제, 특히 대만과 한국에 집중될 수 있다고 지적했습니다. 한국은 이번 사이클의 최대 수혜자이면서 최대 노출자 입니다. 수출 1조 달러의 42.7%가 반도체이고, 국내 신용융자의 27.2%가 두 반도체 종목에 묶여 있습니다. 6월 22일 이후 두 종목이 각각 41.7%, 58.3% 하락한 상태에서 레버리지가 남아 있다는 것은, 조정이 한 번 더 오면 강제 청산이 지수 하락을 증폭할 수 있다는 뜻입니다.

수출 기업의 과제

가격 결정력이 사이클에 좌우되는 품목은 환율·금리·재고의 세 변수에 동시에 노출됩니다. 계약에 단가 조정 조항을 넣는 것이 리스크 관리의 출발점입니다.

투자자의 과제

레버리지 비중이 높은 종목은 펀더멘털이 아니라 수급으로 가격이 결정됩니다. 신용융자 잔액과 반대매매 물량을 함께 봐야 합니다.

정책의 과제

수출 호조가 고용으로 이어지지 않는 구조를 다루려면, 제조업의 생산성 향상을 서비스·콘텐츠 산업의 일자리로 전환하는 경로를 설계해야 합니다.

VII. 실행 — 2027년에 확인할 다섯 개의 지표

Five indicators that settle the invoice

층위	2027년에 확인할 것	판별 지표
지출	빅5 설비투자 가이던스 유지 여부	설비투자/영업현금흐름이 100%를 밑도는지
조달	회사채 발행과 만기 구조	AI 관련 스프레드 확대 여부, 코어위브 금리
수익	완료 업무당 총비용	계획·온보딩 1건당 비용의 분기 추이
손익	AI의 EBIT 기여 응답	37%가 50%를 넘는지
정책	연준 금융안정보고서의 AI 노출 평가	AI 조정이 3대 위험에서 빠지는지

한국 기업을 위한 실전 시사점

첫째, 인프라 조달은 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 고객사의 대형 계약은 조달 구조를 함께 봐야 합니다. 넷째, 검증 비용을 줄이는 제품은 단가 인하 국면에서 오히려 가격 경쟁력이 올라갑니다. 다섯째, 수출 비중이 높은 기업은 환율과 금리를 하나의 시나리오로 묶어 스트레스 테스트해야 합니다.

자료에 대하여

본 보고서는 The Economist(2026-11-14~20 표지·11-19 팟캐스트), 연준 11월 금융안정보고서, McKinsey(2026-11-09, 2026-11-10), Goldman Sachs(2026-09) 추정, Capital Economics(2026-11-09), 기업 공시와 국내 보도를 교차 확인해 작성했습니다. 설비투자·매출 요구량은 추정치이며 집계 기준에 따라 달라질 수 있습니다.

행동 **청구서의 크기보다 지불 수단과 시점이 2027년의 변수다**

English Summary / 영문 요약

Financing, returns and exposure in the AI buildout

Capex passes operating cash flow

Capital expenditure at Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta and Oracle rose from USD 97 billion in 2020, or 38% of operating cash flow, to USD 416 billion in 2025, or 69%, and to roughly USD 800 billion in 2026, or about 113% of an estimated USD 708 billion of operating cash flow. In the third quarter Alphabet spent USD 51.4 billion on capital expenditure and reported negative free cash flow of USD 9.1 billion; Meta reported negative USD 2.12 billion and Amazon negative USD 42.4 billion over the trailing twelve months. Investment-grade bond issuance by the same five companies rose from an annual average of USD 35 billion between 2020 and 2024 to USD 93 billion in 2025 and USD 132 billion in the first seven months of 2026.

The revenue hurdle

Goldman Sachs estimated in September that the hyperscalers need about USD 308 billion a year of AI revenue to break even on average 2026-2027 capital spending, and USD 417 billion to USD 526 billion for a 10% to 20% return on capital. Cloud revenue currently runs about USD 70 billion a year above its pre-AI trend, against AI-related revenue of roughly USD 150 billion. Capital Economics estimates that the stock of AI-related investment will exceed USD 5 trillion by the end of the decade and would require an additional USD 1.7 trillion to USD 1.9 trillion of annual revenue, and that AI investment has accounted for one-quarter to one-third of US GDP growth over the past year.

The Economist, the Fed and McKinsey

The Economist's November 14-20 cover asked what comes next, framing the issue as a question of timing rather than valuation. The Federal Reserve's November financial stability report flagged growing AI-related financing exposures and interconnected corporate obligations. McKinsey found that among roughly 100 companies implementing advanced planning systems, median inventory improvement was 11% to 15% and a typical implementation returned about 2.6 times its investment, while top-quartile implementations returned about 13 times and 42% of organisations reported no positive or clearly measurable return. In Korea, exports passed USD 1 trillion on November 19 with semiconductors at 42.7% of the total, while margin loans on Samsung Electronics and SK hynix reached about KRW 7 trillion, or 27.2% of margin debt, after the two stocks fell 41.7% and 58.3% since June 22.

Summary **The invoice is written; the funding mix and timing decide 2027**

발행 CONDERI AI산업전략연구실 | 문서등록번호 CONDERI-GO-2026-11-20 | 문의 contact@conderi.com