CONDERI

GLOBAL OMNIBUS 17 | 6대 매체 교차 분석

세 장의 청구서
관세·금리·토큰

Three Bills: Tariffs, Rates and Tokens

이 리포트가 다루는 것

이번 주 글로벌 시장은 하나의 사건으로 움직였습니다. 엔비디아 이사회가 CEO를 되돌렸고, 그 하루로 9,600억 달러가 오갔습니다. 그런데 여섯 매체가 같은 사건을 서로 다른 곳에서 읽고 있습니다. WSJ는 무역법 301조 관세와 버블 논쟁을, FT는 정부가 개입한 지배구조를, The Economist는 설비투자와 매출의 격차를, Bloomberg는 공모가를 밑도는 AI 상장사를, McKinsey는 과제당 원가를 짚었습니다. 세 장의 청구서를 한 장에 정리합니다.

2.5조 vs 1,500억
AI 설비투자와
AI 매출(달러)

12.5% → ?
한국 대미 관세
15% 상한 시험

81.91달러
앤트로픽
공모가 83달러 아래

4배
AI 지출
파일럿→양산

I WSJ
301조와
버블 논쟁

II FT
주가를 만든
지배구조

III Economist
2조5,000억의
출처

IV–VI Bloomberg·McKinsey
원가와
시사점

i. 요약 — 세 장의 청구서

Six outlets, one week, three bills

16개국
301조 과잉생산
조사 대상

9,600억
엔비디아 시총
하루 증가(달러)

−68%
세레브라스
공모가 대비

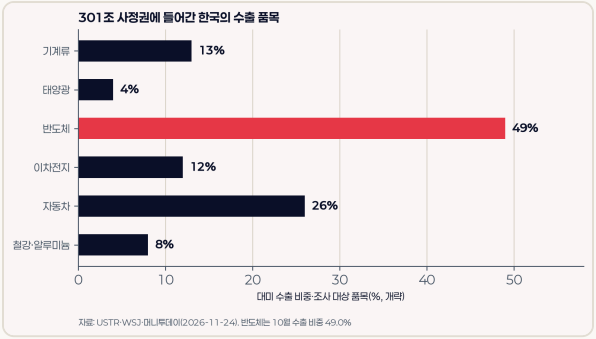
18%
AI 지출
최적화 여지

3.25%
한국 기준금리
11/26 전망

매체	이번 주의 시선	한 줄 판단
WSJ	무역법 301조 과잉생산 조사 결과 이번 주 발표. 한국산 15% 상한 위협	관세는 협상의 언어로 돌아왔다
FT	젠슨 황 복귀를 두고 "너무 커서 망할 수 없는 기업"인가라는 질문. 정부 개입의 정당성 논쟁	지배구조가 주가를 만들었다
The Economist	AI 설비투자와 그 투자가 벌어들이는 현금의 격차. 엔비디아의 고객 지원 약정	보증은 수요를 앞당길 뿐
Bloomberg	앤트로픽이 사상 최대 IPO로 상장했지만 공모가 아래. 2026년 대형 상장 다수가 부진	상장은 출구가 아니라 시험대
McKinsey	AI 지출은 파일럿에서 양산으로 넘어가면 4배. 관리 지표는 과제당 원가	원가가 전략이 됐다
Reuters	한국은행 11/26 3.25% 인상, 최종금리 3.50% 전망(34명 중 32명)	금리는 예약된 비용

I. WSJ — 관세와 평가, 두 개의 압력

Section 301 and the bubble debate



자료: USTR·WSJ·머니투데이(2026-11-24). 품목 비중은 개략치, 반도체는 10월 수출 비중

WSJ이 본 이번 주의 첫 번째 청구서

월스트리트저널은 11월 24일(현지) 미 무역대표부가 중국·유럽연합·한국·일본 등 16개 경제주체를 대상으로 진행한 과잉생산 관련 301조 조사를 사실상 마무리하고, 이르면 이번 주 결과와 후속 관세 부과 방안을 발표할 것으로 예상된다고 보도했습니다. 우루과이라운드 협정법 301조는 미국이 불공정 무역 관행에 관세로 대응할 수 있게 하는 수단입니다. 이미 강제노동 관련 301조로 한국에는 12.5%가 적용되고 있습니다. 쟁점은 **합산**입니다.

두 번째 청구서는 관세가 아니라 평가다

같은 신문의 제임스 매킨토시 칼럼니스트는 11월 22일 최근 몇 주의 AI 관련주 매도세가 닷컴버블 붕괴 당시와 놀랍도록 비슷하다고 진단하면서, 대표 사례로 한국 증시를 들었습니다. 메모리 반도체주가 고점에서 개인 투자자의 빌린 돈까지 끌어들인 뒤 급락한 흐름이 전형적인 버블의 마지막 과열 국면과 닮았다는 것입니다. WSJ은 "적어도 데이터센터와 공급업체를 둘러싼 작은 거품은 터졌다"고 썼습니다. 한국 정부는 장기공급계약과 재고 감소를 근거로 반도체 호황이 이어진다는 입장을 유지하고 있습니다.

WSJ 관세는 가격을 올리고, 버블 논쟁은 할인율을 올린다. 둘 다 같은 방향으로 마진을 누른다

II. FT — 주가를 만든 것은 지배구조였다

Too big to fail, or too dependent to price?

FT가 던진 질문 — 너무 커서 망할 수 없는 기업인가

파이낸셜타임스는 11월 24일 "젠슨 황의 복귀가 이 칩 회사를 너무 커서 망할 수 없는 기업으로 만든 것인가"라는 제목의 분석을 실었습니다. 같은 날 팟캐스트에서는 이 결정을 두고 "미국 자본주의의 어두운 날"일 수 있다는 논평이 나왔습니다. 핵심은 주가가 오른 이유가 실적이 아니라 **정치적 개입**으로 읽혔다는 점입니다. 트럼프 대통령은 CNBC 인터뷰에서 자신이 이사회를 설득했다고 인정했습니다. 시장은 환호했고, 제도는 질문을 남겼습니다.

세계 최대 기업의 지배구조 해부

엔비디아는 창업 이후 이사회 의장직이 없었고, 황 전 CEO는 지분 4% 미만에 의결권 우위 주식도 갖지 않았습니다. 그가 떠난 11일 동안 시가총액은 3조3,000억 달러까지 내려갔고, 복귀 하루에 9,600억 달러가 돌아왔습니다. FT의 질문은 두 갈래입니다. 첫째, 한 사람의 재임이 기업가치의 3분의 1을 설명한다면 그 기업은 시장이 아니라 사람에 투자한 것이다. 둘째, 정부가 그 사람의 복귀에 관여했다면 그 가격에는 정치 리스크 프리미엄이 붙는다.

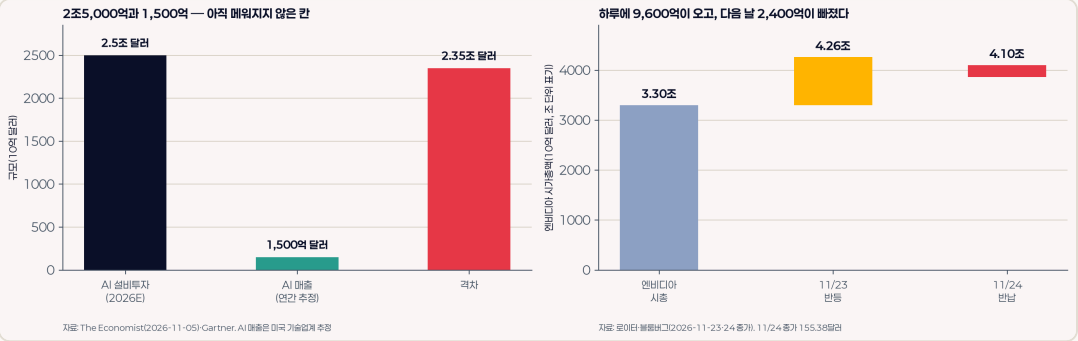
한국 기업에 주는 각도

승계 계획이 없는 회사는 위기 때 결정의 정당성을 잃습니다. 그 비용은 시가총액으로 청구됩니다. 소유와 경영이 분리된 회사도 같은 질문에서 자유롭지 않습니다. 최대주주가 아닌 전문경영인이 회사의 가치 대부분을 설명하는 구조라면, 이사회는 그 사람 없이도 돌아가는 계획을 문서로 갖고 있어야 합니다. FT가 던진 질문은 미국의 한 회사에 대한 것이 아니라, 사람에 집중된 기업가치에 대한 보편적인 질문입니다.

FT 한 사람이 시가총액의 3분의 1을 설명하는 회사는 지배구조가 아니라 인사가 리스크다

III. The Economist — 2조5,000억의 출처

Can the boom pay for itself?



자료: The Economist(2026-11-05)·Gartner·로이터·블룸버그(2026-11-23·24 종가)

The Economist가 계산한 세 번째 청구서

이코노미스트는 11월 16일 "AI 붐은 스스로를 유지할 만큼 돈을 벌 수 있는가"라는 제목으로, 향후 몇 년간 계획된 데이터센터 건설 규모를 감당할 현금이 과연 나올지를 물었습니다. 같은 주 커버 스토리에서는 엔비디아를 "AI의 중앙은행"으로 표현했습니다. 1조 달러 규모의 거래로 데이터센터 임대업자와 AI 연구소에 현금이나 보증을 대주고, 그들이 다시 자사 GPU를 사게 하는 구조입니다. 모건스탠리는 2029년 초 엔비디아의 신용 노출이 2,000억 달러에 이를 것으로 봅니다.

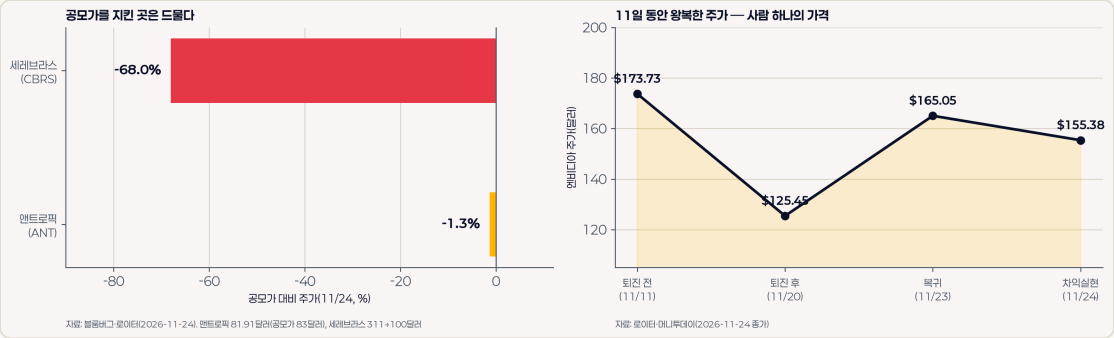
반대편의 숫자도 함께 봐야 한다

엔비디아는 현금 990억 달러를 보유하고 있고, 올해 약 2,000억 달러의 현금을 창출할 것으로 추정됩니다. 세일즈는 3년 연속 두 배씩 늘었고 매출총이익률은 60% 아래에서 75%로 올랐습니다. 이코노미스트의 결론은 균형적입니다. 닷컴 때의 시스코는 부채로 같은 베팅을 했지만, 엔비디아는 현금으로 한다는 것입니다. 다만 조건이 하나 붙습니다. AI가 미국 기술업계에 벌어주는 돈은 연간 1,500억 달러 수준으로 추정되는데, 이는 설비투자에 필요한 2조5,000억 달러에 크게 못 미칩니다. 가트너는 2026년 세계 AI 투자를 2조7,000억 달러, 2027년 3조6,000억 달러로 전망합니다.

Economist 보증은 수요를 앞당기는 장치이지 없애는 장치가 아니다. 성장이 멈추면 보증이 부채로 바뀐다

Ⅳ. Bloomberg — 공모가를 밑도는 AI

The record IPO that trades below its price



자료: 블룸버그·로이터·머니투데이(2026-11-24). 앤트로픽 81.91달러, 세레브라스 311→약 100달러

Bloomberg가 기록한 상장의 이면

앤트로픽은 11월 19일 공모가 83달러로 상장해 9억8,000만 주를 팔아 813억 달러를 조달했습니다. 스페이스X의 기록을 넘어선 사상 최대 IPO였고, 상장 첫날 주가는 17% 올랐습니다. 그러나 그 상승은 오래가지 않았습니다. 11월 23일 87.64달러, 24일에는 81.91달러로 공모가를 밑돌았습니다. 블룸버그는 2026년 대형 상장 대부분이 두 자릿수 하락률을 기록하고 있다고 전했습니다. 세레브라스는 311달러까지 올랐다가 100달러 부근에서 거래되고 있습니다.

상장은 출구가 아니라 시험대다

이 숫자가 말하는 것은 AI에 대한 수요가 사라졌다는 것이 아닙니다. **공모가에 붙은 기대**가 너무 높았다는 것입니다. 앤트로픽은 상장으로 조달한 현금을 설비에 쓰고, 그 설비가 매출로 돌아오는 시간을 시장에 증명해야 합니다. 오픈AI는 여전히 비상장 상태로 1조2,500억 달러 밸류에이션에서 자금을 모으고 있습니다. 상장한 회사와 비상장 회사의 평가 격차는 다음 분기 실적에서 좁혀지거나 벌어질 것입니다.

Bloomberg **AI의 문제는 자금이 아니라 회수 기간이다. 상장은 그 기간을 공개하는 절차다**

V. McKinsey — 원가가 전략이 되었다

Cost per task, not cost per token

McKinsey가 정리한 원가 원칙	내용	시사점
과제당 원가	같은 모델도 단계와 토큰 사용에 따라 청구서가 달라짐. 토큰 단가가 아니라 과제당 비용(cost per task)을 봐야 함	단가 협상보다 사용 설계가 원가를 바꿉니다
소비의 멱법칙	맥킨지 자체 사용량은 2026년 5월 월 5조 토큰. 상위 10% 사용자가 전체의 약 65%	상위 사용자를 자르기 전에 무엇을 하는지 먼저 봐야 합니다
파일럿에서 양산으로	AI 도구가 파일럿을 넘어 양산으로 가면 지출이 평균 4배	확산 예산은 도입 예산의 네 배로 잡아야 합니다
모델 라우팅	고가 모델로 추론한 뒤 5~10배 저렴한 모델로 넘기면 품질 95%를 절반 비용에	기본 모델과 자동 라우팅이 원가의 절반을 결정합니다
통제 계층	미국 에너지 기업이 쿼터·캐싱·자동 라우팅을 묶은 통제 계층을 도입해 AI 지출의 약 18% 최적화 여지를 확인	보고가 아니라 개입이 필요합니다

원가가 전략이 된 이유

맥킨지는 같은 문서에서 파일럿 단계의 실험을 너무 일찍 조이면 학습이 줄고, 너무 늦게 조이면 비효율이 몸에 붙는다고 정리합니다. 균형점은 **측정**입니다. 사용량과 비용을 보여주고, 어떤 모델이 어떤 과제에 맞는지 가르치고, 자동으로 라우팅하는 세 가지가 함께 가야 합니다. 이 원칙은 대기업만의 것이 아닙니다. 스타트업에서도 과제당 원가를 모르면 가격을 정할 수 없고, 가격을 모르면 수익성을 알 수 없습니다.

McKinsey AI 예산은 도입비가 아니라 사용 설계의 문제다. 단가표를 협상하는 사이 원가 구조가 정해진다

VI. 한국 기업에 옮기면

Six checks for Korean operators

한국 기업에 옮기면 — 여섯 가지 확인

첫째, 관세. 이번 주 301조 발표에서 확인할 것은 추가 관세율 자체보다 **합산 규칙**입니다. 기존 12.5%에 어떤 항목이 더해지는지, 15% 상한이 유지되는지가 계약서상 납품 조건을 바꿉니다. 둘째, 금리. 11월 26일 3.25% 인상은 값에 반영됐습니다. 볼 것은 점도표와 수정 성장률 전망입니다. 셋째, 원가. AI를 쓰는 조직은 과제당 원가를 월 단위로 봐야 합니다. 넷째, 조달. 고객이 AI 설비투자를 줄이면 수주 잔고의 회수 기간이 늘어납니다. 다섯째, 지배구조. 사람에 집중된 기업가치는 위기 때 할인됩니다. 여섯째, 자금. 상장을 준비하는 기업은 공모가 이후 6개월의 주가를 계획에 넣어야 합니다.

세 매체가 같은 곳을 가리켰다

WSJ은 관세로, FT는 지배구조로, 이코노미스트는 설비투자와 매출의 격차로, 블룸버그는 공모가로, 맥킨지는 원가로 같은 결론에 도달했습니다. **가격에 붙은 기대가 현금흐름보다 앞서 있다**는 것입니다. 이 격차는 나쁜 뉴스가 아니라 조정의 신호입니다. 조정은 두 가지 방식으로 옵니다. 시간이 지나 현금이 기대를 따라잡거나, 가격이 내려와 기대를 줄이거나. 어느 쪽이 먼저 올지는 금리와 관세가 결정합니다.

이번 주에 확인할 세 날짜

11월 26일 한국은행 금통위와 미국의 301조 발표(이번 주 중), 그리고 다음 주 미국 개인소비지출(PCE) 물가지표와 12월 연방공개시장위원회(FOMC)입니다. 앞의 두 개는 한국 기업의 마진에, 뒤의 두 개는 글로벌 할인율에 닿습니다.

결론 **기대와 현금흐름의 격차는 조정으로만 닫힌다. 문제는 시간이 먼저 오느냐, 가격이 먼저 오느냐다**

English Summary

For global readers and archive

English Summary

Six global outlets converged this week on a single theme: expectations embedded in prices run ahead of cash flows. The Wall Street Journal reported that the US Trade Representative is expected to publish the results of its Section 301 investigation into structural overcapacity across 16 trading partners, including Korea, possibly this week; steel, autos, batteries and semiconductors are in scope, and the question is whether new duties breach the 15 percent ceiling agreed with Washington. The same paper quoted its columnist arguing that the recent AI sell-off resembles the dot-com bust, citing Korean memory stocks.

Governance, funding and cost

The Financial Times asked whether Nvidia has become too big to fail after its board reinstated Jensen Huang, whose return added USD 960 billion of market value in a day; it noted that the company had never had a board chair and that its former chief held less than 4 percent of shares. The Economist estimates that AI may be generating about USD 150 billion a year for US technology against USD 2.5 trillion of capital spending, while noting Nvidia holds USD 99 billion of cash and its credit exposure may reach USD 200 billion by early 2029. Anthropic, which raised USD 81.3 billion at USD 83 a share in the largest IPO on record, traded at USD 81.91, and Cerebras trades far below its debut. McKinsey reports that AI spending quadruples from pilot to production, that 10 percent of users account for about 65 percent of tokens, and that model routing and caching can cut costs by 50 to 60 percent. The Bank of Korea is expected to raise rates to 3.25 percent on November 26.

Takeaway **Three bills are due this week: tariffs, rates and tokens. All three reach the same line — the margin**