CONDERI

CONDERI GLOBAL OMNIBUS | 글로벌 옴니버스 05호 | 대외 공개판

AI의 값은 이제 채권시장에서 매겨진다: 설비투자·정치·전력·신용의 사각

The Price of AI Is Now Set in the Bond Market: Capex, Politics, Power and Credit

이번 호의 편집 방향

지난 넉 호는 AI 인프라의 **수요**를 다뤘습니다. 이번 호는 그 수요를 떠받치는 **자금과 허가**를 봅니다. 설비투자는 사상 최대인데 현금흐름은 따라오지 않고, 채권시장이 그 차이를 흡수하고 있습니다. 동시에 선거로 바뀐 주 정부가 데이터센터의 허가를 흔들고, 전력망은 자체 발전으로 우회합니다. 다섯 매체를 교차 검증해 **같은 현상의 네 개 면**을 한 권에 담았습니다.

문서 정보 / Document Information

문서등록번호 Document No.	CONDERI-GO-2026-11-13
발행일자 Published	2026. 11. 13. (금) Friday
권호 Volume	VOL. 2026-11-13 / ISSUE 05
분석기간 Coverage	2026. 11. 06 ~ 11. 13
대상 매체 Sources	McKinsey · WSJ · FT · The Economist · Bloomberg
배포구분 Distribution	Public | 일반공개
발행기관 Publisher	CONDERI AI산업전략연구실

2,500억$
하이퍼스케일러 회사채 발행
2026년 전망 (골드만삭스)

7,400억$
4대 하이퍼스케일러 2026년
설비투자 가이던스 합계

181GW
데이터센터 자체 발전 제안 규모
영국 최대수요의 약 4배

1,195bp
코어위브 5년 CDS 사상 최고
2031년물 금리 16%대

한 문장으로: AI는 이제 주식시장의 이야기가 아니라 채권시장의 회계다

설비투자 7,400억 달러 · 회사채 2,500억 달러 · 가산금리 확대 · 허가 리스크

44%
미국 장기 투자등급 회사채 발행 중 AI 연관 비중(연초 이후)

5배 → 2배
하이퍼스케일러 채권 청약배수. 2월 대비 7월 급락

80 / 37
개인 생산성은 올랐지만(80%) 영업이익 기여는 37%에 그친 비율

50%
미국 데이터센터 증설 제안 중 규제 리스크에 노출된 비중

1. 자금: 설비투자가 현금흐름을 앞질렀다

4대 하이퍼스케일러의 2026년 설비투자 가이던스는 합계 7,400억 달러 규모입니다. 2025년 약 4,100억 달러에서 거의 두 배로 늘었고, 2027년에는 증가율이 절반으로 둔화돼도 1조 달러에 닿습니다. 문제는 이 지출이 영업현금흐름으로 감당되지 않는다는 점입니다. 골드만삭스는 하이퍼스케일러의 올해 달러화 회사채 발행을 약 2,500억 달러로 추정하고, 칩메이커·유틸리티·데이터센터 개발사까지 포함한 생태계 전체는 3,000억~5,700억 달러로 봅니다. **AI 투자는 주식의 이야기에서 채권의 이야기로 넘어갔습니다.**

2. 허가: 선거가 파이프라인을 바꿨다

11월 중간선거에서 민주당이 텍사스·오하이오·조지아 등의 주지사를 확보했습니다. 세 후보 모두 데이터센터 모라토리엄을 공약으로 내걸었습니다. 텍사스만 해도 13기가와트, 약 1,000만 가구분 전력 수요가 즉시 노출됐고, 텍사스는 2028년 미국 데이터센터 증설의 약 30%를 차지합니다. FT는 증설 제안의 절반이 규제·지역 반발에 노출됐다고 전했습니다. **자본이 아니라 허가가 병목이 되는 국면**입니다.

신용
AI 관련 차입자는 장기 투자등급 발행의 절반 가까이를 차지합니다. 투자등급은 공급 부담, 하이일드는 실제 신용 위험으로 갈라졌습니다.

전력
계통 연결 지연으로 자체 가스발전을 계획한 규모가 181GW. 마이크로소프트는 보조금 없이 자체 부담하겠다고 밝혔습니다.

조직
맥킨지는 개인 생산성 80%와 영업이익 기여 37%의 간극을 워크플로 재설계 부재로 설명합니다. 고성과 기업의 4분의 3이 재설계를 했다는 점이 다릅니다.

7,600억$
올해 두 대형 하이퍼스케일러 설비투자 합계(FT 집계). 전년의 거의 두 배

30%
2028년 미국 데이터센터 증설 중 텍사스 비중. 13GW가 즉시 노출

1조$
2027년 4대사 설비투자 전망. 증가율이 절반으로 둔화돼도 도달

70~75%
에이전트 변동비 중 사람 감독 비중(맥킨지). 토큰은 20~25%

한 줄 값을 매기는 주체가 바뀌었다. 주식시장은 성장을, 채권시장은 상환 능력을, 주 정부는 허가를 본다.

여섯 매체, 하나의 사건을 네 개의 언어로 서술하다

같은 주에 각 매체가 잡은 각도와, 교차 검증에서 드러난 합의점

매체	이번 주의 초점	핵심 수치	한국 기업에 주는 함의
McKinsey	에이전틱 AI 시대의 조직 재설계	개인 생산성 80% vs 영업이익 37%, 고성과 6%	도구 도입이 아니라 업무 흐름 재설계가 성과의 조건
WSJ	엔비디아 리더십 교체와 시장의 두 속도	주가 −7.6%, 개장 30분 개인 순매수 1억1,100만 달러	계약 연속성과 로드맵이 HBM 발주에 직결
FT	선거 이후 데이터센터 증설의 정치 리스크	설비투자 7,600억 달러, 텍사스 13GW 노출	미국 수요의 '시차'가 부품 주문의 변동성으로 전이
The Economist	창업자가 중앙은행처럼 시장에 개입한 결과	삼성전자·SK하이닉스 내년 각 2,000억 달러 현금흐름 전망	이익이 공급망 한 곳에 집중된 구조의 취약성
Bloomberg	전력·송전·자체 발전과 비용 배분	자체 발전 181GW, 마이크로소프트 설비투자 1,170억 달러	전력비가 데이터센터 입지와 부품 수요를 재편
PIMCO·골드만삭스	AI 채권 발행이 신용시장 구조를 바꾸는 방식	장기 투자등급의 약 절반, 하이일드 코어위브 16%	국내 기업도 조달 비용의 기준선이 상승

합의점 1: 수요는 아직 유효하다

다섯 매체 중 어느 곳도 AI 수요의 소멸을 주장하지 않습니다. 논쟁은 수요의 크기가 아니라 **그 수요를 조달하는 방식**과 **허가·전력의 속도**에 집중돼 있습니다.

합의점 2: 병목이 이동했다

반도체 공급 → 전력·송전 → 허가·지역 수용성 → 장기 채권 수요. 병목이 이동할 때마다 준비해야 할 자산이 달라집니다. 지금 필요한 자산은 **계약과 인허가 문서**입니다.

갈리는 점

WSJ·FT는 정치·리더십 리스크를 단기 조정으로, Economist는 구조적 취약성으로, McKinsey는 조직 실행력의 문제로 봅니다. 같은 사실에 대한 **시간 축**이 다릅니다.

2,790억$
엔비디아 구매약정. 한 분기에 1,600억 달러 증가

1억1,100만$
개인 투자자의 개장 30분 엔비디아 순매수. 사상 최대

181GW
미국·유럽 데이터센터의 자체 가스발전 제안 규모

16%
코어위브 2031년물 금리(10월 중순). 5년 CDS 1,195bp

한 줄 교차 검증의 결론: 이번 주의 리스크는 '**AI가 안 된다**'가 아니라 '**조달·허가·전력이 늦어진다**'이다.

In One Sentence: AI Is No Longer an Equity Story — It Is a Bond-Market Ledger

Capex of $740bn, issuance of $250bn, widening spreads and permitting risk

~44%
Share of long-dated US investment-grade issuance from AI-related borrowers

5x → 2x
Hyperscaler deal cover ratios, February to July

80 / 37
Individual productivity gains versus reported EBIT contribution

~50%
Proposed US data centre additions exposed to new state-level restrictions

Funding: capex has outrun cash flow

The four largest hyperscalers guide to roughly $740 billion of capital spending in 2026, nearly double 2025 and on a path to $1 trillion in 2027 even if growth halves. That spending is increasingly financed in bond markets: Goldman Sachs forecasts about $250 billion of dollar-denominated hyperscaler issuance this year, with the wider AI ecosystem — chipmakers, utilities and data centre developers — estimated at $300 billion to $570 billion. PIMCO notes AI borrowers now account for almost half of year-to-date gross issuance of long-dated non-financial investment-grade debt.

Permitting: elections reset the pipeline

Democratic wins in Texas, Ohio, Georgia and Pennsylvania put moratorium pledges into governors' offices. In Texas alone, about 13 gigawatts of data centre capacity — enough to power roughly 10 million homes — is immediately exposed, and the state accounts for nearly 30% of US capacity scheduled to come online in 2028. The FT reports that close to half of proposed additions now face tighter scrutiny. Capital is no longer the binding constraint; permits and power are.

Credit

Investment grade reflects supply; high yield reflects solvency. CoreWeave's 2031 notes yielded above 16% in mid-October and its five-year CDS hit a record near 1,195bp.

Power

181GW of on-site gas generation is proposed across the US and Europe — almost four times Great Britain's peak demand — because grid connections are delayed.

Organisation

McKinsey: 80% report individual productivity gains, 37% report EBIT impact, 6% qualify as high performers. Nearly three-quarters of the latter redesigned workflows.

$740bn
Four hyperscalers guidance for 2026 capex, from about $410bn in 2025

$250bn
Forecast dollar-denominated hyperscaler bond issuance this year

13GW
Texas data centre capacity immediately exposed after the election

181GW
On-site gas generation proposed for data centres in the US and Europe

The shift Equity markets price growth, bond markets price repayment, state governments price permission. All three were repriced in the same fortnight.

Six Sources, Four Angles: What They Agree On and Where They Diverge

Each outlet describes the same week through a different constraint

Source	Focus this week	Key figure	Implication for Korean suppliers
McKinsey	Reorganising for agentic AI	80% vs 37%; 6% high performers	Workflow redesign, not tool access, decides whether value reaches EBIT
WSJ	Nvidia's leadership transition	−7.6%; $111m retail bid in 30 minutes	Contract continuity and roadmap cadence drive HBM orders
FT	Data centre build-out after the midterms	$760bn capex; 13GW exposed in Texas	US permitting delays transmit into component order volatility
The Economist	A founder acting like a central bank	$200bn FCF forecast at each memory maker	Concentration of profit in one supply-chain comer is the fragility
Bloomberg	Power, transmission and cost allocation	181GW on-site gas; $117bn Microsoft capex	Power economics reshape siting and therefore component demand
PIMCO · GS	AI issuance as a credit-market structure	~half of long-dated IG; 16% HY yield	The cost-of-capital baseline rises for domestic issuers too

Agreement: demand is intact, plumbing is not

None of the six argues that AI demand has disappeared. The argument is about financing structure, permitting speed and power availability — all second-order constraints that now bind first.

Agreement: the bottleneck keeps moving

Silicon, then power, then permits, then long-duration credit. Each move changes which asset matters. Today the scarce asset is a signed contract and an approved permit.

Divergence: the time horizon

WSJ and the FT frame this as cyclical adjustment; The Economist frames it as structural fragility; McKinsey frames it as execution. They are describing the same fact at different maturities.

44%
AI-related share of long-dated US investment-grade gross issuance

5x → 2x
Hyperscaler deal cover ratio, February to July

80 / 37 / 6
Productivity gains, EBIT impact and high performers (percent)

$111m
Retail net purchase of Nvidia in the first 30 minutes on Nov 12

I. McKinsey: 개인 생산성 80%, 영업이익 37% — 간극은 조직도에 있다

2026 AI 현황 조사 · 재설계를 실행한 소수만이 성과를 냈다

관찰

맥킨지의 2026년 AI 현황 조사에서 응답자의 80%는 AI가 **개인 생산성**을 높였다고 답했습니다. 그런데 영업이익에 긍정적이었다는 응답은 37%에 그쳤고, '고성과 기업'으로 분류되는 곳은 6%뿐입니다. 고성과 기업의 약 4분의 3이 업무 흐름을 크게 재설계했다고 답한 반면, 나머지 기업에서는 그 비율이 4분의 1에 머물렀습니다.

같은 조사 계열의 준비도 연구는 11%만이 '재창조(reinvention)' 단계에 도달했다고 봅니다. 이 단계의 기업은 도구를 붙이는 것이 아니라 **역할·흐름·운영 모델을 AI에 맞춰 다시 그립니다**. 나머지 89%는 기존 조직을 유지한 채 도구만 늘립니다.

처방: 오케스트레이션 차트

조직도 대신 '누가 무엇을 하고, 어떤 인계가 남으며, 어디에 책임이 있는가'를 그리는 차트입니다. 한 사례에서 8~10명 제품 개발 조직이 4~6명 + 에이전트 팀으로 바뀌었고, 사라진 인계와 남은 판단 지점을 같은 그림에서 확인할 수 있었습니다.

에이전트의 원가 구조

맥킨지는 에이전트의 원가를 '토큰'으로만 보면 틀린다고 지적합니다. 은행 고객 상담 과업에서 토큰 비용은 변동비의 20~25%이고, **사람의 감독이 70~75%**를 차지합니다. 고객 온보딩 과업 10~20%는 위험·기능 전문가가 검토합니다.

반대로 결정적(deterministic)이고 변수가 적은 과업은 감독 비중이 낮아질 수 있습니다. 즉 에이전트 ROI는 모델 성능이 아니라 **과업의 결정성**이 결정합니다.

완료된 업무 기준으로 보면 은행 계좌 개설 원가는 고객당 50~150달러에서 10~30달러로 낮아질 수 있습니다. 다만 이 계산에는 5~7개의 에이전트와 2~4개 팀의 감독이 전제로 들어 있습니다.

인사·재무에 주는 의미

감독이 변동비의 대부분이라면, AI 도입의 실제 인건비 절감은 '작성 시간'이 아니라 '검토 시간'에서 나옵니다. 검토 인력을 줄이려는 시도는 오류 비용으로 되돌아옵니다.

한국 적용

과업 목록을 '결정성' 축으로 정렬하면 도입 순서가 보입니다. 규정·정산·리포트처럼 입력과 규칙이 명확한 과업이 먼저, 협상·설계·평가처럼 판단이 많은 과업이 나중입니다.

반론

조사는 자기보고 기반입니다. 생산성 80%는 '체감'이며 실제 산출물 증가와 다를 수 있습니다. 영업이익 37%도 회계적 귀속이 불명확합니다.

11%
재창조 단계에 도달한 조직 비율. 나머지는 기존 구조 위에 도구만 얹음

1.5~2.0배
지난 5년간 조정자 역할 증가율. 라인 역할 대비

10~30$
에이전트 도입 후 은행 계좌 개설 원가(고객당). 이전 50~150달러

5~7개
온보딩 과업 하나에 동원되는 에이전트 수. 감독 인력 2~4팀

한 줄 AI의 원가는 토큰이 아니라 감독이다. 검토 시간을 설계하지 않은 도입은 원가를 옮길 뿐 줄이지 않는다.

II. WSJ: 한 사람이 사라진 날, 시장은 두 개의 속도로 움직였다

엔비디아 −7.6% · 개인 개장 30분 1억1,100만 달러 · 11-17 실적 · 11-19 앤트로픽 상장

두 개의 속도

11월 12일, 엔비디아 주가는 7.6% 내렸고 장중에는 12%까지 밀렸습니다. 그런데 개장 30분 만에 개인 투자자가 약 1억1,100만 달러를 순매수해 **사상 최대 개장 매수 기록**을 세웠습니다(반다 애널리틱스). 같은 시간 기관은 계약과 로드맵을 확인하고 있었습니다. 개인은 서사를, 기관은 회계를 산 셈입니다.

이날 하락은 지수에 크게 반영되지 않았습니다. S&P500 −0.34%, 나스닥 −0.40%. AMD +4.3%, 브로드컴 +5.5%, 아마존 +2.3%가 반대로 올랐기 때문입니다. 시장은 AI를 버리지 않고 **한 회사의 리더십 프리미엄만 분리해 팔았습니다**.

다음 관문

11월 17일 3분기 실적(가이던스 1,080억 달러, 컨센서스 약 1,090억 달러), 11월 18일 앤트로픽 공모가 확정, 19일 나스닥 상장(ANT). 완전희석 기준 최대 1조4,050억 달러.

WSJ·블룸버그가 짚은 세 가지

첫째, 순환 조달. 엔비디아는 자사 고객을 포함한 여러 기업에 투자·금융을 제공해 왔습니다. 리더십 교체 이후 이 구조에 대한 scrutiny가 커졌습니다. "엔비디아는 최대의 순환 자금 제공자"(포트폴리오 매니저 인용)라는 지적입니다.

둘째, 수요의 균열. 네비우스는 2026년 매출이 기존 전망의 하단에 그칠 것이라고 밝혀 주가가 17% 빠졌습니다. 코어위브도 7% 하락했습니다. 같은 AI 클라우드에서도 계약의 질에 따라 값이 갈립니다.

셋째, 상장 창구. 앤트로픽 IPO는 리더십 공백에도 강행됩니다. 기관 수요는 범위(70~78달러)에서 이미 청약이 찬 상태로 전해집니다.

관찰	수치	해석
개인 수급	1억1,100만 달러(개장 30분)	사상 최대 개장 매수. 서사에 베팅하는 자금이 여전히 두껍습니다
동종 업종	AMD +4.3% · 브로드컴 +5.5%	대체 공급의 가치가 올라가는 국면. 리더십 리스크는 경쟁사에 기회입니다
니치 클라우드	네비우스 −17% · 코어위브 −7%	가이던스 하향이 곧 신용 리스크로 연결되는 구조
금리	10년물 5% 상회	주식의 안도와 채권의 심판이 같은 주에 공존

1,080억$
3분기 매출 가이던스. 컨센서스는 약 1,090억 달러

1,190 → 2,790
구매약정(억 달러). 한 분기에 1,600억 달러 증가

1조4,050억$
앤트로픽 완전희석 기준 최대 기업가치. 공모가 78달러 기준

25%
SK하이닉스 매출 중 엔비디아 비중. HBM은 70~90%

III. FT: 자본은 준비됐지만, 허가는 준비되지 않았다

중간선거 이후 데이터센터 증설의 정치 리스크 · 텍사스 13GW · 설비투자 7,600억 달러

무엇이 바뀌었나

FT는 민주당의 승리 이후 AI 데이터센터 증설에 대한 허가 리스크가 커졌다고 보도했습니다. 텍사스에서는 새 주지사가 **입법 전 모라토리엄**을 공약했고, 오하이오와 조지아에서도 조건부 중단이 예고됐습니다. 업계 분석에 따르면 텍사스의 약 13기가와트, 1,000만 가구분 전력 수요가 즉시 노출됩니다. 전력과 허가를 확보한 프로젝트는 계속되지만, 둘 중 하나라도 없는 프로젝트는 12~18개월 지연되거나 다른 주로 이동합니다.

텍사스는 2028년 미국 데이터센터 증설의 약 30%를 차지합니다. 그 시장에서 몇 달의 지연은 전국 수치를 움직일 수 있습니다.

자본은 어디서 오는가

대형 하이퍼스케일러 두 곳이 올해 설비투자로만 7,600억 달러 가까이를 쓰고, 이는 전년의 거의 두 배입니다. 세계 데이터센터 건설 지출은 미국·중국·유럽을 합쳐 사상 최대입니다.

세 개의 시나리오

① **허가 지연.** 전력·부지·환경 인허가가 12~18개월 늦어지면, 장비 발주는 '지금'이 아니라 '나중'으로 밀립니다. 반도체·전력기기 주문의 시간 분포가 바뀝니다.

② **지역 이전.** 루이지애나·오클라호마처럼 규제가 완화된 주로 프로젝트가 이동합니다. 이 경우 총량은 유지되지만 **송전·냉각·건설 수요의 지리**가 바뀝니다.

③ **비용 전가.** 전력요금·용수·세제 혜택을 둘러싼 협상이 지방정부 단위로 내려갑니다. 데이터센터 운영비에 '정치 비용'이 붙는 구조입니다.

한국 부품사에
미국 증설의 '총량'보다 '착공 시점'을 추적해야 합니다. 인허가 통과 프로젝트 목록이 선행지표입니다.

전력기기·냉각에
지역 이전은 변압기·케이블·냉각 설비의 수요처 변경입니다. 수주잔고의 지역 구성을 확인할 시점입니다.

투자자에게
'AI 수요' 베팅과 'AI 허가' 베팅을 분리하십시오. 같은 산업 안에서 두 베팅의 변동성은 다릅니다.

13GW
텍사스에서 즉시 노출된 데이터센터 전력 수요. 약 1,000만 가구분

12~18개월
전력·인허가 중 하나가 없을 때 예상되는 지연 기간

30%
2028년 미국 데이터센터 증설 중 텍사스 비중

7,600억$
두 대형 하이퍼스케일러의 올해 설비투자 합계(FT 집계)

IV. The Economist: 중앙은행처럼 시장에 개입한 창업자

이익이 공급망 한 곳에 집중된 구조 · 한국 메모리 두 회사에 대한 시각

논지

이코노미스트는 엔비디아 창업자를 '기술의 셀러브리티'이자 '시장의 중앙은행'에 비유했습니다. 그가 생태계에 막대한 자금을 넣어 수요를 떠받치지만, 중앙은행이 시장에 개입할수록 투자자는 불안해하고 버블이 터질 때의 충격도 커진다는 것입니다. 개입이 곧 위험의 원천이 되는 역설입니다.

또 하나의 논지는 **이익의 편중**입니다. AI 데이터센터 투자 확대의 최대 수혜자는 미국 빅테크가 아니라 삼성전자와 SK하이닉스이며, 두 회사가 내년 각각 2,000억 달러 이상의 잉여현금흐름을 낼 수 있다는 전망입니다. 그러나 "모든 이익이 공급망의 한 구석에 집중된 산업은 오래가지 못한다"고 경고합니다. 중국 메모리 업체의 추격과 장기공급계약의 이행 강도가 핵심 변수로 지목됐습니다.

한국에 대한 두 개의 문장

긍정. 메모리 두 회사는 AI 확장의 핵심 수혜자이며, 계약 기반 이익은 사이클 산업의 통상적 변동성보다 방어적입니다.

경고. 그 이익은 '한 곳에 집중된 구조' 위에 서 있습니다. 고객이 계약을 이행하지 않거나, 데이터센터 임대 계약이 조정되면 장기계약의 강도가 시험받습니다.

이 경고는 이번 주의 사건과 정확히 맞물립니다. 계약의 상대편 최고경영자가 바뀌었고, 새 경영진은 아직 로드맵을 말하지 않았습니다.

'중앙은행' 비유의 정확한 의미

중앙은행은 유동성을 공급해 자산 가격을 지지하지만, 그 개입이 시장의 가격 발견 기능을 약화시킵니다. 엔비디아의 투자·금융이 생태계 수요를 지지하는 동안, 투자자는 '실수요'와 '지원된 수요'를 구분하기 어려워집니다.

한국에 적용할 질문

우리 매출 중 '지원된 수요'(고객이 조달·보조로 자금을 확보해 발생한 수요)는 얼마인가. 보조금이 줄면 사라질 매출을 구분해 두어야 다음 사이클에서 살아남습니다.

반론

이코노미스트의 비유는 강력하지만 검증된 인과가 아닙니다. '개입이 버블을 키운다'는 명제는 반대로 '개입이 표준화와 비용 절감을 앞당겼다'로도 읽힙니다.

2,000억$
삼성전자·SK하이닉스 각 사의 내년 잉여현금흐름 전망(이코노미스트)

33년
엔비디아 창업자가 회사를 이끈 기간. 하루 만에 종료

94%
최근 4년 청년 일자리 감소 중 AI 노출 업종 비중(한국은행)

-7.6%
11-12 엔비디아 종가 등락률. 같은 날 AMD +4.3%

한 줄 집중된 이익은 집중된 위험이다. 계약이 이익을 설명하는 산업에서는 계약의 상대방이 곧 리스크다.

V. Bloomberg: 전력이 병목이 되자, 데이터센터가 발전소를 품었다

자체 가스발전 181GW · ERCOT의 사전 감축 권한 요청 · 마이크로소프트의 자체 부담 선언

세 개의 움직임

① 자체 발전. 블룸버그NEF 조사에 따르면 미국·영국·유럽의 데이터센터 계획에는 현장 가스발전 181기가와트가 포함돼 있습니다. 영국 전체 최대 전력수요의 약 4배입니다. 계통 연결 지연이 원인입니다. 미국 내 현장 가스발전의 90%가 미국에 몰려 있고, 연간 약 3억4,500만 톤의 이산화탄소 배출이 추정됩니다.

② 수요 감축 권한. 텍사스 전력계통 운영기관(ERCOT)의 파블로 베가스 CEO는 비상사태 선언 전에도 데이터센터에 감축을 요구할 권한을 주 의회에 요청하겠다고 밝혔습니다. 현재는 3단계 비상경보의 2단계에서만 요청할 수 있습니다.

③ 비용의 자기 부담. 마이크로소프트의 노엘 월시 클라우드 운영·혁신 사장은 "다른 고객이 우리 성장 비용을 내게 하지 않겠다"며 보조금 없이 자체 부담하겠다고 했습니다. 올해 AI·클라우드 설비투자는 1,170억 달러입니다.

왜 이 세 가지가 같은 사건인가

셋은 모두 **'전력의 외부화'가 끝났다**는 신호입니다.

그동안 데이터센터는 전력망을 공공재처럼 썼습니다. 이제 계통은 감축을 요구하고, 지방정부는 요금 부담을 따지고, 기업은 스스로 발전소를 짓습니다. 전력이 내부 비용으로 들어오면 데이터센터의 단위 경제학이 바뀝니다.

결과적으로 입지 선택의 기준이 '전기값'에서 '전기를 얼마나 빨리 확보할 수 있는가'로 이동합니다. 속도가 곧 비용입니다.

대체 연료도 검토됩니다. 프로판처럼 1~10메가와트 규모의 분산 발전이 소규모 프로젝트의 대안으로 거론되는 이유도 같은 맥락입니다.

주체	이번 주 행동	산업에 미치는 효과
데이터센터 개발사	현장 가스발전 181GW 계획	계통 연결 대기 없이 착공 가능. 대신 연료비·배출 규제·지역 반발을 직접 부담
ERCOT	사전 감축 권한 요청	전력 수급 안정성은 오르지만, 데이터센터의 가동률 리스크가 커짐
하이퍼스케일러	비용 자기 부담 선언	요금 전가 논란을 줄이는 대신, 총소유비용(TCO)이 상승
전력기기·냉각	수주 증가	변압기·스위치기어·냉각 설비의 리드타임이 프로젝트 일정을 결정

181GW
자체 가스발전 제안 규모. 영국 전체 최대수요의 약 4배

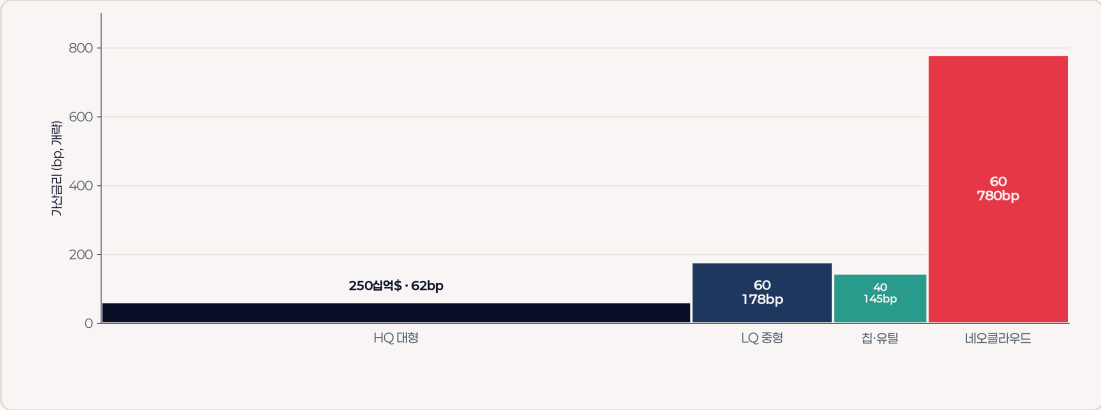
3.45억t
미국 내 현장 가스발전의 연간 이산화탄소 환산 배출 추정

1,170억$
마이크로소프트의 올해 AI·클라우드 설비투자

2단계
현재 ERCOT가 데이터센터 감축을 요청할 수 있는 비상경보 단계

VI. 신용: AI 발행이 장기 투자등급 시장의 절반을 차지했다

PIMCO·골드만삭스 · 하이퍼스케일러 2,500억 달러 · 생태계 3,000억~5,700억 달러



AI 연관 채권 발행 구조 개념도. 가로폭=발행액(십억 달러), 세로높이=가산금리(bp). HQ 대형 250 · LQ 중형 60 · 칩·유틸리티 40 · 네오클라우드 60

세 계층, 세 개의 시장

HQ 하이퍼스케일러는 AA 이상, 영업현금흐름으로 투자 대부분을 조달합니다. 이들의 채권은 신용이 아니라 **공급**의 문제입니다.
LQ 하이퍼스케일러는 BBB 수준으로 설비투자가 현금흐름을 초과합니다. 조달 구조가 곧 신용입니다.
네오클라우드는 하이일드·무등급으로, 증설이 멈추면 가장 먼저 압력이 나타나는 지점입니다. 코어위브 2031년물은 10월 중순 16%를 넘었고, 5년 CDS는 약 1,195bp로 사상 최고를 기록했습니다.

수요의 균열
하이퍼스케일러 채권의 청약배수는 2월 거의 5배에서 7월 2배 아래로 떨어졌습니다. 발행은 프로젝트 본드·합작으로 옮겨가고 있습니다.

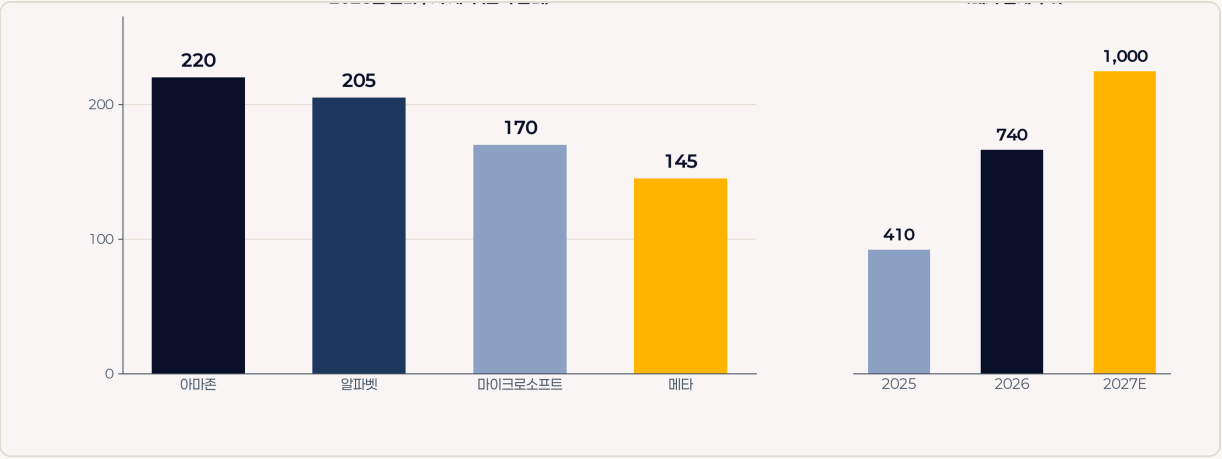
듀레이션의 압력
아마존 250억 달러(20·30·40년물 포함), 알파벳 250억 달러(최장 40년), 마이크로소프트 250억 달러(2~40년 10개 트랜치). 장기 국채와 같은 수요 기반을 나눠 씁니다.

투자자의 대응
PIMCO는 기관 MBS, AAA 비적격 모기지, 신흥국 채권을 AI 리스크 분산 수단으로 제시했습니다. AI와 무관한 듀레이션이 다시 비쌉니다.

한 줄 투자등급은 공급의 문제, 하이일드는 생존의 문제다. 같은 AI 발행이라도 두 시장은 다른 질문을 한다.

VII. 도표 1: 설비투자는 두 배가 됐고, 2027년에는 1조 달러에 닿는다

4대 하이퍼스케일러 설비투자 계획과 합계 추이 (단위: 십억 달러)



2026년 설비투자 계획과 2025~2027년 합계 추이. 자료: 각사 가이던스, LPL Research·FT

읽는 법

아마존 2,200억, 알파벳 2,050억, 마이크로소프트 1,700억, 메타 1,450억 달러. 네 회사 합계는 7,400억 달러로 2025년 4,100억 달러의 1.8배입니다.

2027년 증가율이 올해의 절반(약 37%)으로 둔화돼도 합계는 1조 달러에 닿습니다. **증가율의 둔화와 절대액의 증가가 동시에 일어나는 구간**입니다. 부품 업체에는 '전년 대비 성장률'보다 '절대 발주량'이 중요해집니다.

메타는 2026년 범위의 하한을 1,350억에서 1,450억 달러로 올렸고, 마이크로소프트는 1,750억에서 1,700억 달러로 소폭 낮췄습니다. 알파벳은 1,950억~2,050억 달러를 유지했습니다.

자금 조달

설비투자 증가분의 상당 부분이 채권·프로젝트 파이낸싱으로 조달됩니다. 2026년 하이퍼스케일러 발행 전망은 약 2,500억 달러입니다.

감가상각

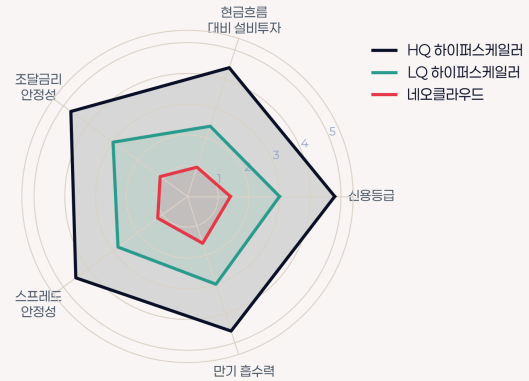
데이터센터의 경제 수명이 길어질수록 감가상각 부담이 이익에 남습니다. 자산 수명 가정이 바뀌면 이익도 바뀝니다.

한국 수혜 경로

설비투자의 30~40%가 서버·메모리·네트워크로 향합니다. 절대액이 유지되는 한 HBM·고용량 D램 수요의 바닥은 단단합니다.

Ⅷ. 도표 2: 같은 AI 신용이라도 세 계층의 방어력은 다르다

신용등급·현금흐름·조달금리·스프레드·만기 흡수력의 5축 평가



AI 신용 3계층의 다차원 비교(1=취약, 5=견조). 자료: LPL·PIMCO·FT 분석 정리

차트를 읽는 세 문장

첫째, 계층 간 격차가 계층 내 격차보다 크다. HQ와 네오클라우드의 거리는 조달금리에서 10배 이상 벌어집니다. 같은 'AI 기업'으로 묶어 관리하면 위험이 가려집니다.

둘째, 방어력의 핵심은 현금흐름 대비 설비투자 비율. HQ는 설비투자를 영업현금흐름으로 대부분 감당합니다. LQ와 네오클라우드는 조달 시장이 닫히면 증설을 멈출 수밖에 없습니다.

셋째, 만기 흡수력이 조용한 변수. 장기 채권은 연금·보험의 듀레이션 수요를 나눠 씁니다. 이 수요가 포화되면 발행이 줄고, 발행이 줄면 증설이 늦어집니다.

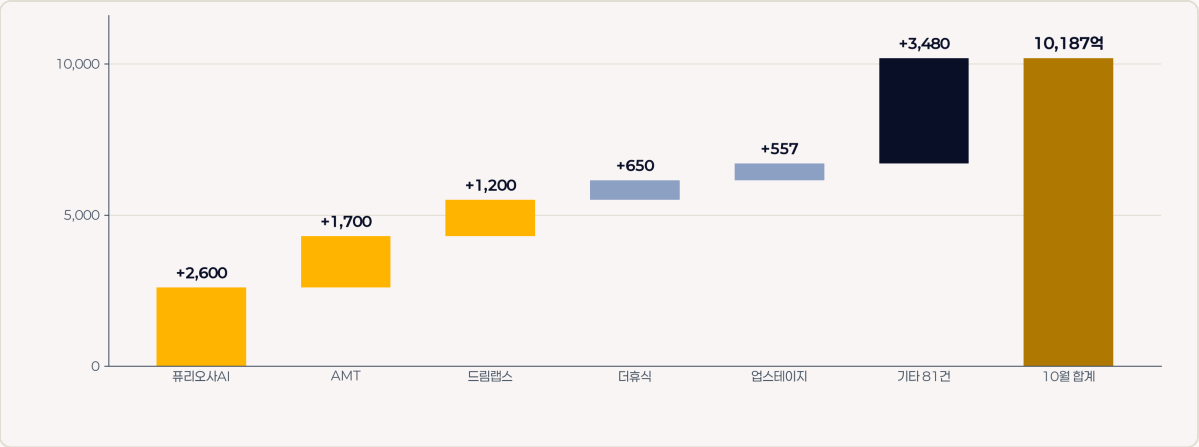
한국 신용시장 연결
글로벌 AI 발행이 장기물 공급을 늘리면 국내 기관의 해외 채권 수요가 커지고, 국내 우량물 스프레드에도 간접 압력이 생깁니다.

기업 재무 담당자에게
2027년 만기 도래분은 발행 창구가 붐비기 전에 처리하는 편이 낫습니다. 금리보다 '창구 접근성'이 먼저 막힐 수 있습니다.

주의
이 도표는 공개된 서술을 5개 축으로 정리한 평가도입니다. 실제 등급·스프레드 수치가 아니라 상대적 위치를 보여주는 개념도입니다.

IX. 도표 3: 한국 벤처 자금은 돌아왔지만, 다섯 곳에 고였다

10월 국내 스타트업 투자 1조187억 원의 분해 (단위: 억 원)



2026년 10월 국내 스타트업·중소기업 투자 구성. 자료: 더브이씨

왜 이 도표를 옴니버스에 넣었나

글로벌 자본시장의 양극화는 한국에서도 같은 모양으로 나타납니다. 10월 투자액 1조187억 원 중 상위 3건이 5,500억 원(54%), 상위 5건이 6,707억 원(65.8%)입니다. 나머지 81건이 3,480억 원을 나눴습니다.

1~10월 누적은 11조7,039억 원으로 전년 동기보다 91% 늘었지만, 거래 건수는 1,008건으로 28% 줄었습니다. **금액의 회복과 시장의 회복은 다른 사건**입니다.

분야별로는 AI·로보틱스가 10월 투자액의 53%를 차지했습니다. 퓨리오사AI는 시리즈D 8,200억 원으로 기업가치 3조8,000억 원을 인정받았고, 국민성장펀드가 3,700억 원을 투입했습니다.

글로벌 비교
미국에서는 프랙타일 7억2,000만 달러(기업가치 70억), UFORCE 7억 달러(60억), 아질 로보틱스 5억 달러(85억)가 같은 날 발표됐습니다. 자금은 실물 자산에 몰립니다.

초기 기업의 조건
대형 딜이 만든 평균(건당 118억 원)은 중소 딜의 현실과 다릅니다. 초기 기업은 매출 계약 1건으로 '검증된 기업' 목록에 들어가야 합니다.

정책금융
국민성장펀드가 최대 투자자로 등장했습니다. 집행 이후 성과 점검과 후속 라운드 연결 설계가 없으면 '한 번의 큰 딜'로 끝납니다.

X. 한국 기업·창업가를 위한 다섯 가지 전략

여섯 매체의 사실을 하나의 실행 목록으로 압축했다

#	전략	근거가 된 사실	30일 내 첫 행동
1	조달 계획을 앞당긴다	AI 발행이 장기 투자등급의 절반. 청약배수 5배→2배. 12월 인상 확정적	2027년 만기 도표를 만들고 발행 창구를 분산. 변동금리 비중 점검
2	계약의 '사람'을 확인한다	엔비디아 리더십 교체, 구매약정 2,790억 달러, SK하이닉스 매출 25% 의존	주요 계약의 변경통제·갱신·대체공급 조항을 한 장으로 정리
3	미국 증설의 '시점'을 추적한다	텍사스 13GW 노출, 증설 제안의 절반이 규제 리스크	인허가 통과 프로젝트 목록과 착공 일정을 분기별로 갱신
4	감독 원가를 설계한다	에이전트 변동비의 70~75%가 사람 감독	과업을 결정성 기준으로 정렬하고, 검토 시간을 별도 측정
5	전력·비용을 내부화한다	자체 발전 181GW, ERCOT 감축 권한, 비용 자기 부담 선언	전력 확보 속도를 입지 결정의 1순위 기준으로 재설정

투자자 관점

'AI 수요'와 'AI 조달'을 분리해 보십시오. 수요는 유효하지만 조달 비용이 오르면 같은 매출에서 남는 이익이 줄어듭니다. 설비투자 절대액이 유지되는 기업(부품)과 조달 비용에 민감한 기업(네오클라우드·개발사)은 같은 방향으로 움직이지 않습니다.

창업가 관점

자금이 고이는 시장에서는 '성장률'보다 '계약의 반복성'이 자산입니다. 같은 매출이라도 갱신되는 계약이 조달 비용을 낮춥니다. 다음 라운드 전에 갱신 가능한 계약 1건을 확보하는 것이 가장 빠른 밸류에이션 개선입니다.

공공·정책 관점

전력·인허가·인력의 세 병목은 기업이 스스로 풀 수 없습니다. 데이터센터 유치 경쟁에서 이기려면 보조금보다 **허가 속도와 전력 계획**을 먼저 제시해야 합니다.

44%
AI 연관 비중(장기 투자등급 발행). 조달 비용의 기준선이 상승

65.8%
10월 국내 스타트업 투자 중 상위 5건 비중. 건수는 28% 감소

70~75%
에이전트 변동비 중 감독 비중. 자동화의 실제 원가

181GW
자체 발전 계획. 전력이 내부 비용으로 들어오는 전환

한 줄 수요는 남아 있고, 조달과 허가가 늦어진다. 준비할 것은 성장 시나리오가 아니라 지연 시나리오다.

XI. 관찰 캘린더·출처·한계

값이 다시 매겨지는 일곱 개의 시점과, 이 호에서 확정한 것과 하지 않은 것

일자	이벤트	무엇을 보면 되는가
11.13 (금)	미 10월 생산자물가	근원 서비스 0.4% 초과 여부. 초과 시 12월 50bp 인상 확률 상승
11.15~20	SC26 (시카고)	엔비디아 부사장 기조연설. 슈퍼컴퓨팅·소버린 수요의 새 발주 신호
11.17 (화)	엔비디아 3분기 실적	구매약정 추이, 베라 루빈 양산, 독립 CPU '베라' 매출
11.18 (수)	앤트로픽 공모가 확정	희망 70~78달러. 빅테크 7개사 260억 달러 사모 참여 조건
11.19 (목)	앤트로픽 나스닥 상장(ANT)	첫날 수급이 AI 자금 조달의 새 기준선
11.26 (목)	한국은행 금통위	기준금리 3.00% 유지 여부. 근원물가·가계대출·원화 강세
12월 초	메모리 4분기 가이던스	HBM4 크로스오버 시점과 2027년 계약 조건의 변화

출처

McKinsey — 2026 AI 현황 조사 및 조직 재설계 아티클(10-05), CFO 아티클(11-09), 에이전트 ROI 아티클(08-24) · WSJ — 엔비디아 리더십 교체 및 IPO 관련 보도(11-09~11-12) · FT — 데이터센터 증설과 선거 영향(11-12) · The Economist — 엔비디아 창업자와 한국 메모리 분석(11-04, 08-03) · Bloomberg — ERCOT 감축 권한(11-11), 마이크로소프트 비용 부담(11-11), 블룸버그NEF 자체 발전 조사(11-11), 앤트로픽 IPO(11-11) · PIMCO·골드만삭스·LPL — AI 채권 발행 구조(11-02, 11-12) · 더브이씨 — 10월 벤처투자 통계(11-12)

한계

매체 간 수치가 다른 경우(설비투자 합계 7,300억~7,600억 달러)는 각 매체의 집계 기준을 병기했습니다. 채권 발행 구성비와 가산금리는 복수 기관 추정치를 재구성한 개념도이며 실제 발행 내역이 아닙니다. 전력 제안 규모(181GW)는 계획 단계의 합계로, 실제 착공과 다를 수 있습니다. 각 매체의 논조는 인용이며 본 연구실의 견해가 아닙니다. 본 보고서는 공개자료 교차 분석이며 투자 자문이 아닙니다.

다음 호 6호: 생산자물가와 앤트로픽 상장이 만든 'AI 자본의 새 기준선', 그리고 한국 메모리 계약 조건의 재협상 국면을 다룹니다.