CONDERI

MARKET & INDUSTRY INSIGHT | 대외 공개판

한 주에 4조 달러가 사라졌다
실적은 최대인데 주가는 10개월 최저

Four Trillion Dollars Gone in a Week — Why Record Earnings Priced a Ten-Month Low

이 리포트가 다루는 것

11월 20일 코스피는 5.21% 내린 4,869.96으로 10개월 만의 최저를 기록했고, 시가총액은 4천조 원 아래로 내려갔습니다. 같은 날 나스닥은 5.3% 빠지며 주간 10% 넘게 하락해 연간 수익률이 마이너스로 돌아섰고, 미국 기술주에서 한 주에 4조 달러가 사라졌습니다. 반면 삼성전자와 SK하이닉스의 3분기 실적은 사상 최대였고, 고대역폭메모리는 2027~2029년까지 사실상 완판입니다. 네 가지 압력(규제·경영권·부채·금리)이 실적과 주가를 갈라놓은 구조와, 같은 주에 국내 스타트업 8곳으로 666억 원이 들어간 자금의 방향을 함께 읽습니다.

−5.21%
코스피 11/20
4,869.96 (10개월 최저)

4조 달러
미국 기술주
한 주 증발한 시총

6,800억
AI 인프라 채권 발행
(달러, 2026년 10월까지)

666억 원
같은 주 국내 스타트업
공개 투자 유치액

I–II 숫자
5%와
사이드카

III 세 개의 압력
규제·경영권·
부채

IV–V 괴리
완판된 HBM,
반토막 주가

VI–VII 자본
의료 로봇으로
간 666억

i. 요약 — 팔린 것은 실적이 아니라 조달 구조다

The sell-off priced financing, not earnings

−5.21%	−5.71%	−5.3%	4.93%	37
코스피 11/20 4,869.96	코스닥 11/20 645.68	나스닥 11/20 연간 마이너스	미 10년물 금리(11/20)	VIX (+33%)

한 문장

금요일의 하락은 실적의 문제가 아니라 **자금 조달 구조**의 문제였다. AI 인프라를 빚과 보증으로 지어온 방식이 규제·경영권·금리라는 세 방향에서 동시에 의심받자, 가장 많이 오른 자산부터 팔렸다.

숫자가 말한 것

한국거래소: 코스피 −267.93p(−5.21%), 코스닥 −39.13p(−5.71%), 양 시장 매도 사이드카 (11/20 11시54분·13시28분). 외국인은 코스피에서 1조2,682억 원을 순매도하며 6거래일 연속 5조965억 원을 팔았다. 개인은 1조6,182억 원을 순매수했다.

공개시장이 먼저 아픈 이유

코스피는 3거래일 만에 5,000 아래로 내려왔고, 11월 13일부터 6거래일 연속 외국인 매도가 이어졌습니다. 시가총액 3,991조 원으로 1월 15일 이후 10개월 만에 4천조 원대가 무너졌습니다. 지수가 아니라 **수급**이 먼저 무너진 국면입니다.

사적자본은 아직 다른 시계

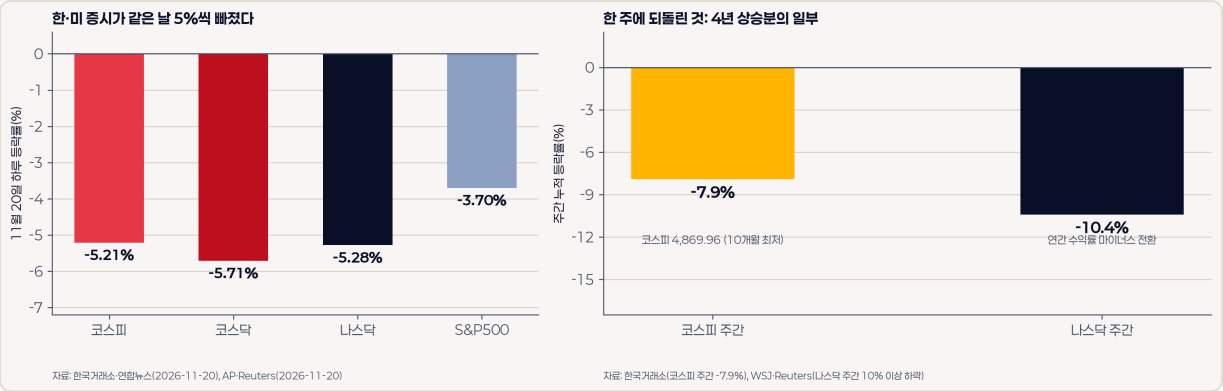
같은 주에 국내 스타트업 26곳이 투자를 유치했고, 공개 금액 666억 원의 80.8%가 의료 로봇과 소재로 갔습니다. 1~3분기 벤처 투자는 12조6,248억 원으로 역대 최대입니다. 공개시장은 할인율로, 사적 시장은 계약으로 가격을 매깁니다.

이 문서를 읽는 방법

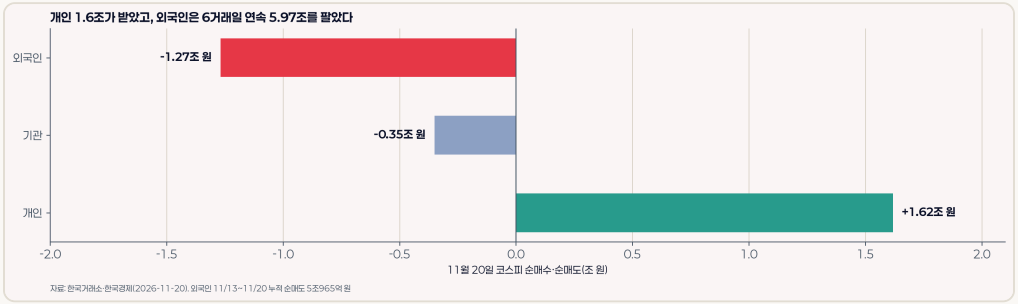
이 리포트는 공개된 보도·공시·기관 자료를 교차 확인해 작성했습니다. 모든 수치는 발행일 기준 확인 가능한 값이며, 확인되지 않은 전망은 인용한 기관의 이름과 함께 표시했습니다. 본문의 해석과 판단은 콘데리 AI산업전략연구실의 것이며 투자 권유가 아닙니다.

I. 금요일의 숫자

The numbers of a Friday that removed 4 trillion dollars



자료: 한국거래소·연합뉴스(2026-11-20), AP·Reuters(2026-11-20)



자료: 한국거래소·한국경제(2026-11-20). 외국인 누적 순매도는 11/13~11/20 6거래일

II. 세 개의 압력과 하나의 금리

Three pressures and one rate: regulation, leadership, leverage

압력	무슨 일이 있었나	시장이 읽은 뜻
규제	트럼프 대통령이 11/20 "미국 기업의 해외 데이터센터 건설을 허용하지 않고, 지으면 막대한 세금을 부과하겠다"고 발표. 미 상무부는 새 수출통제로 삼성전자·TSMC에 일부 중국 고객사 칩 출하 중단을 요구(FT, 11/19).	데이터센터 수요의 **지리적 전제**가 흔들렸다
경영권	젠슨 황 전 엔비디아 CEO가 11/12 사임. SEC의 회계 조사 보도(11/20)와 추가 의혹이 겹쳤고, 엔비디아 주가는 하루 14%, 주간 23% 빠졌다. 회사는 4분기 매출 전망을 1,300억 달러로 올렸다.	AI 생태계의 **자금 제공자**가 바뀔 수 있다
부채	연준 금융안정보고서: 첨단컴퓨팅 연관 채권 발행이 10월까지 6,800억 달러로 2023년 전체(1,300억 달러)의 5배. 장부 밖 약정은 3조 달러 이상(임차 1조 + 인수·잔존가치 보증 2조). 응답자의 87%가 AI를 금융시스템 위험으로 지목(5월 50%).	성장의 **할인율**이 다시 계산됐다
금리	미 10년물 4.93%, 연준은 12월 인상 유력(주요 10개 IB 전원). 미국 10월 PPI는 전년 대비 6.5%로 2022년 11월 이후 최고. 한국은 11/26 금통위에서 3.25% 전망.	현금흐름이 먼 자산일수록 **더 아프다**

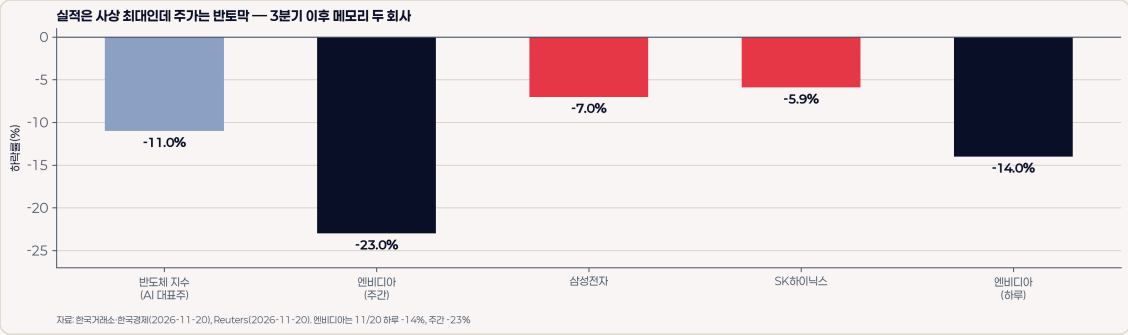
왜 하필 같은 날 겹쳤나

네 압력은 서로 다른 사건이지만 같은 자산을 겨눕니다. AI 인프라는 **먼 미래의 매출**을 담보로 지금 짓는 자산입니다. 규제는 그 매출이 발생할 위치를, 경영권은 지금을 대주던 주체의 지속성을, 부채는 그 매출이 먼저 갚아야 할 순위를, 금리는 그 매출을 현재가치로 나누는 분모를 건드립니다. 네 개가 동시에 흔들리면 할인율이 두 번 적용된 것과 같은 효과가 납니다. 시장은 이번 주에 그 재계산을 한 번에 했고, 그래서 낙폭이 실적과 무관하게 커졌습니다.

구조 **네 압력은 하나의 문장으로 모인다 — AI 인프라는 이제 규제와 금리의 대상이지, 예외가 아니다**

III. 실적과 주가가 갈라진 이유

Record earnings, a halved share price: what the gap is made of



자료: 한국거래소·한국경제(2026-11-20), Reuters(2026-11-20)

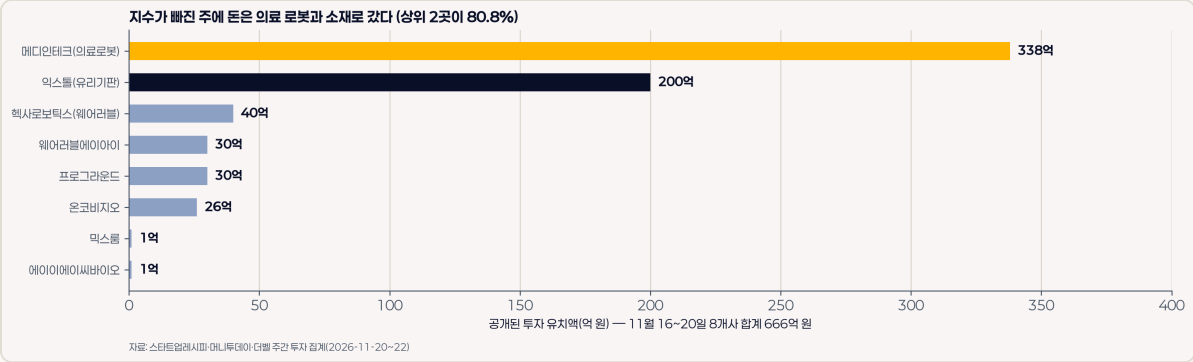
항목	확인된 수치	출처·시점
삼성전자·SK하이닉스 3분기	두 회사 모두 사상 최대 실적. 삼성 메모리 평균판가(1~9월)는 전년 평균의 약 3.7배, 생산라인 풀가동	3분기 보고서(11/16 공시)
HBM 판매	삼성 HBM은 2027년, SK하이닉스는 D램 포함 2029년까지 사실상 완판	회사·증권가 설명(11/18~22)
고객 집중도	SK하이닉스 최대 고객(엔비디아 추정) 비중 14.8%로 하락(1년 전 27%). 미국 매출 비중은 62.5%	SK하이닉스 분기보고서
2028년 전망 조정	SemiAnalysis가 2028년 HBM 비트 수요 전망을 약 30% 하향, AI 가속기 지출 전망 1조540억→7,580억 달러	외신·증권가 인용(11/22)
증권가 판단	규제로 줄어드는 엔비디아 수요는 연 163억 달러(전망치의 2.2%), 대기 수요는 그 2.8~6.5배	키움증권(11/22)

괴리의 정체 — 가격이 아니라 기간

삼성전자(−7.01%)와 SK하이닉스(−5.92%)의 하락은 이익이 줄어서가 아니라 **이익이 유지될 기간**이 짧아질 수 있다는 우려에서 나왔습니다. 2027년까지의 계약은 이미 체결됐지만, 2028년의 수요 전망이 30% 깎이는 순간 2029년의 증설 계획과 밸류에이션이 함께 다시 계산됩니다. 반대로 증권가는 규제로 줄어드는 수요가 전망치의 2.2%에 불과하고 대기 수요가 그 2.8~6.5배라며 실적 훼손은 제한적이라고 봅니다. 두 판단이 공존하는 구간이 곧 변동성입니다.

IV. 자본은 어디로 갔나

Where the money went in the same week



자료: 스타트업레시피·머니투데이·더벨 주간 집계(2026-11-20~22)

같은 주, 다른 온도

11월 16~20일 국내 스타트업 26곳이 투자를 유치했고, 금액을 공개한 8곳이 666억 원을 모았다. 80.8%가 AI 로봇 내시경(메디인테크 338억)과 유리기판 소재(익스톨 200억)로 갔다. 같은 기간 코스피는 7.9% 빠졌다.

누적 자금은 사상 최대

중기부 집계 1~3분기 벤처투자 12조6,248억 원, 벤처펀드 결성 12조9,971억 원으로 모두 역대 최대. 민간 자금이 공개시장의 변동성과 별개로 **실물 기술**에 계속 들어가고 있다.

읽는 법 — 공개시장과 사적 자본의 시차

공개시장은 할인율로, 사적 시장은 계약으로 가격을 매긴다. 금리가 오르면 전자는 즉시 재평가되지만, 후자는 라운드가 마감될 때까지 이전 가격을 유지한다. 그래서 지수가 5% 빠진 주에도 666억 원이 집행됐다. 이 시차는 영원하지 않다 — 다음 라운드의 밸류에이션이 공개시장의 할인율을 따라오는 순간이 온다. 창업가가 지금 봐야 할 것은 오늘의 밸류에이션이 아니라 그 다음 라운드의 조건이다.

V. 예약된 비용 — 3.25%와 4.93%

The cost that is already scheduled

지표	현재	다음 관문
한국 기준금리	3.00% (7·8월 인상, 10월 동결)	11/26 금통위 3.25% 전망 — 한은 출신 전문가 4인 전원 인상
미국 연방기금금리	3.75~4.00%	12월 FOMC 인상 유력(주요 10개 IB 전원), 0.5%p 빅스텝 논의
미 10년물	4.93% (11/20, −12bp)	금리 인상에도 장기물이 내려간 것은 성장 우려
원/달러	1,336.2원 (11/20, +6.2원)	외국인 역송금·강달러 압력 vs 수출 네고
미국 10월 PPI	전년 대비 +6.5%	2022년 11월 이후 최고 — 물가의 상방
미국 10월 CPI	전월 대비 +0.4%	시장 예상 0.3% 상회

금리와 주가가 함께 움직이지 않은 이유

금요일 미국 시장에서는 주가가 5% 빠지는 동안 10년물 금리가 12bp 내렸습니다. 위험자산 매도와 안전자산 매수가 동시에 일어난 전형적인 위험 회피입니다. 문제는 정책금리입니다. 연준과 한은 모두 인상 쪽에 서 있고, 시장은 그 인상이 **이미 예약된 비용**이라고 봅니다. 할인율이 오르는 국면에서 가장 멀리 있는 현금흐름을 가진 자산 — 2030년의 데이터센터 매출 — 이 가장 먼저 팔린 것입니다. 한국에는 두 개의 시계가 있습니다. 11/26 금통위와 12월 FOMC입니다.

한국 기업에 옮기면

금리 인상은 세 경로로 옵니다. 첫째, 차입 비용입니다. 회사채 스프레드가 벌어지면 설비투자의 문턱이 올라갑니다. 둘째, 환율입니다. 원/달러가 1,340원을 시험하는 국면에서 달러 표시 비용이 늘어납니다. 셋째, 수요입니다. 가계부채 이자 부담이 커지면 내수 회복이 늦어집니다. 반대로 수출 기업에는 완만한 원화 약세가 유리합니다. 이번 주 한국 증시의 방향은 금리 자체보다 **금통위가 성장률 전망을 얼마나 올리는지**에 더 민감하게 반응할 가능성이 높습니다.

금리 주가가 먼저 반응하고, 실적은 나중에 반응한다. 지금 시장은 2027년의 이익을 2028년의 금리로 나누고 있다

VI. 이번 주에 확인할 다섯 개의 창

Five windows to watch this week

날짜	이벤트	무엇을 보나	영향권
11/26	한국은행 금통위·수정 경제전망	3.25% 인상 여부, 점도표, 2027~2028년 성장률·물가 전망 상향 폭	원화·내수·가계부채
12월	미 FOMC	0.25%p vs 0.5%p, AI 투자 부채 관련 발언	글로벌 할인율
분기	삼성전자·SK하이닉스 실적	HBM 계약 조건(가격 하한·선수금), 고객 다변화 진척	반도체 사이클
수시	미 상무부 수출통제 집행	중국 고객사 출하 중단의 실제 범위(FT 보도 11/19)	범용 메모리 매출
수시	데이터센터 세제·전력 규제	트럼프 세금 발표의 입법화, 30개 주 대형부하 요금제	AIDC 파이프라인

창업가·경영진을 위한 세 문장

첫째, **자본비용이 다시 기준**입니다. 2023~2025년의 라운드 조건을 기준선으로 쓰지 말고, 다음 라운드에서 같은 지분으로 얼마를 받을 수 있는지를 먼저 계산해야 합니다. 둘째, **계약의 질**이 밸류에이션보다 중요해졌습니다. 완판이라는 말은 계약서에 가격 하한과 선수금이 있을 때만 현금이 됩니다. 셋째, **실물 병목**이 기회입니다. 전력·냉각·검증·소재처럼 AI가 지어지는 과정에 팔리는 산업은 금리보다 계약으로 성장합니다.

한국 수출의 두 얼굴

10월까지 반도체 수출은 AI 서버용 고부가 메모리가 이끌었고, 이 흐름은 11월에도 이어지고 있습니다. 그러나 미국의 대중 수출통제 강화는 범용 메모리 매출의 일부를 깎습니다. 삼성 파운드리는 반대로 기회를 만날 수 있습니다. 빅테크가 자체 칩(ASIC) 비중을 늘리면 설계·파운드리·HBM·패키징을 묶어 수주할 수 있는 곳은 TSMC와 삼성뿐이기 때문입니다. 수출의 방향은 규제의 집행 속도가 결정합니다.

결론 **이번 주의 질문은 "AI가 계속 크는가"가 아니라 "그 성장의 비용을 누가 언제 내는가"다**

English Summary

For global readers and archive

English Summary

Korean and US equities fell together on November 20. The KOSPI closed down 5.21 percent at 4,869.96, its lowest in about ten months, and market capitalisation slipped below KRW 4,000 trillion for the first time since January. The KOSDAQ fell 5.71 percent. Sell-side sidecars triggered in both markets, and foreign investors sold KRW 1.27 trillion on the day, a sixth consecutive session of net selling totalling KRW 5.97 trillion. The won closed at 1,336.2 per dollar. In New York the Nasdaq fell 5.3 percent and lost more than 10 percent for the week, turning negative for the year, while roughly USD 4 trillion of US tech market value disappeared in five sessions. The VIX rose 33 percent to 37 and the ten-year Treasury yield fell 12 basis points to 4.93 percent.

The pressure came from four directions

First, regulation: President Trump said on November 20 that companies building data centres abroad would face heavy taxes, and Washington asked Samsung and TSMC to halt some shipments to Chinese customers under new export rules reported by the FT on November 19. Second, leadership: Jensen Huang resigned as Nvidia chief on November 12, the SEC was reported to be probing its accounting, and the stock fell 14 percent on Friday and 23 percent for the week even after the company guided fourth-quarter revenue to USD 130 billion. Third, leverage: the Federal Reserve counts USD 680 billion of advanced-computing debt issued through October, five times the whole of 2023, plus more than USD 3 trillion of off-balance-sheet commitments; 87 percent of surveyed contacts now name AI as a financial-stability risk. Fourth, rates: the Fed is expected to hike in December and the Bank of Korea is expected to raise to 3.25 percent on November 26.

Korean earnings and Korean capital tell the other story

Samsung Electronics and SK hynix reported record third-quarter results; Samsung memory average selling prices ran at roughly 3.7 times last year, HBM output is effectively sold out to 2027 and 2029 respectively, and SK hynix cut its largest customer to 14.8 percent of sales from 27 percent. Venture funding reached a record KRW 12.62 trillion in the first three quarters. In the week to November 20, 26 Korean startups raised money and the eight that disclosed amounts collected KRW 66.6 billion, with 80.8 percent going to a medical robotics company and a glass-substrate materials maker. Public markets reprice continuously; private markets reprice at the next round. Founders should plan on the next round terms, not today valuations.

Takeaway **The question is no longer whether AI grows, but who pays for that growth and when**