CONDERI

GLOBAL OMNIBUS 08 | 콘데리 글로벌 옴니버스 | 대외 공개판

신용이 먼저 말한다:
AI 사이클의 가격은 채권시장에서 정해진다

Credit Speaks First — The Price of the AI Cycle Is Set in Bonds

이번 호를 관통하는 한 문장

지난 한 주에 주식시장은 8월 이후 가장 좋은 주를 보냈고, 채권시장은 AI 인프라의 자금조달에 부도 위험 가격을 붙였습니다. 이 괴리는 다섯 매체가 같은 사건을 서로 다른 회계로 읽은 결과입니다. WSJ는 금리와 실적을, FT는 신용과 연기금을, The Economist는 실물 노출을, Bloomberg는 개별 기업의 조달 구조를, McKinsey는 조직이 그 비용을 흡수하는 방식을 봅니다. 이번 호는 다섯 개의 창을 겹쳐 한국 기업이 이번 주에 확인해야 할 다섯 개의 숫자로 정리합니다.

1,289bp
코어위브 5년 CDS
(11-06 정점)

40%
장기 AA 회사채 지수 중
AI 관련 발행사 비중

7%
AI 인프라 부채
GDP 대비 (추정)

895.4조…
앤트로픽 컴퓨트
총약정 (십억 달러)

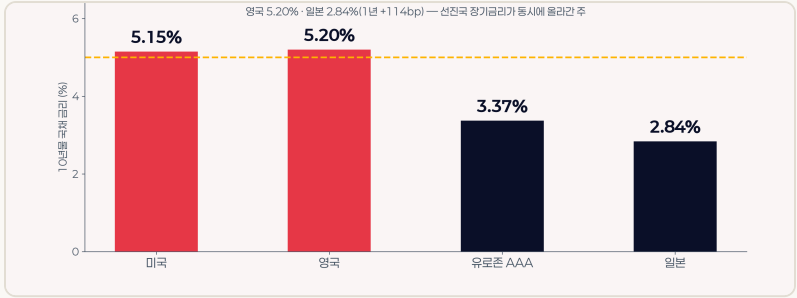
이번 호의 다섯 개 창

같은 주, 다섯 개의 회계 — 매체별 렌즈와 숫자, 그리고 한국 기업의 함의

매체	이번 주의 렌즈	핵심 숫자	한국 기업에 대한 함의
WSJ	금리·물가·실적: 할인율이 자산 가격을 정한다	10년물 5.15% · 10년 입찰 5.02% · PPI 전년 +6.5%	차환 가정 금리를 5.3~5.5%로 올려야 한다
FT	신용·사모대출·연기금: 위험이 어디에 쌓였는가	AI 관련 발행사가 장기 AA 지수의 40% · 영국 10년물 5.20%	고객의 조달 구조가 우리 대금 회수 조건을 바꾼다
The Economist	실물 노출: 붕괴는 와도 금융 대재앙은 아니다	GDP 직접노출 0.3% · 투자 3.6% · 가계 주식 38%	충격은 미국이 아니라 공급망에 먼저 닿는다
Bloomberg Businessweek	개별 기업: 네오클라우드의 자금줄이 마른다	CDS 1,155~1,289bp · 2031년물 16.7% · 딜 18건 연 10% 요구	수주 뉴스와 현금흐름을 분리해 봐야 한다
McKinsey	조직: 도입률 80%, 이익 기여 37%의 격차	검토 비중 70~75% · 온보딩 50~150달러 → 10~30달러	에이전트보다 검토 절차를 먼저 설계한다

I. WSJ — 할인율이 다시 모든 자산의 기준선이 되었다

10년물 5.15% · PPI 전년 +6.5% · 12월 인상 사실상 확정 · 20년물 입찰이 다음 시험



자료: 미 재무부·연준 H.15·ECB·일본 재무성·영란은행, 11-11~13 기준

금리가 다시 기준선이 되었다

지난주 미국 10년물은 5.15%로 마감하며 주간 29bp 올랐습니다. 19개월 만의 최대 주간 상승입니다. 10월 소비자물가가 근원 기준 예상을 웃돌았고, 11월 10일 10년물 입찰은 5.02%를 요구하며 약한 수요를 드러냈습니다. 생산자물가는 전월 기준으로는 둔했지만 전년 대비 6.5%로 2022년 말 이후 가장 빠른 상승이었습니다. 영국 10년물도 5.20%, 일본 국채는 2.84%로 1년 전보다 114bp 올랐습니다. **선진국 장기금리가 동시에 올라간 주**였습니다.

WSJ가 본 이번 주의 세 줄

11월 16일 연준 의장의 연설, 17일 소매판매(컨센서스 +0.2%)와 엔비디아 실적, 18일 10월 의사록과 20년물 160억 달러 입찰입니다. 12월 8~9일 회의에서 25bp 인상을 시장은 88.5%로 봅니다. 기준금리 3.75~4.00%에서 한 번의 인상은 할인율을 0.25%p 올리고, 이는 2027년 이익을 현재가치로 환산할 때 성장주 밸류에이션에 직접 닿습니다. 엔비디아 시가총액은 10월 초 5조 8,000억 달러에서 3조 9,000억 달러로 줄었습니다.

5.15%
미 10년물 주간 마감 · 19개월 최대 주간 상승

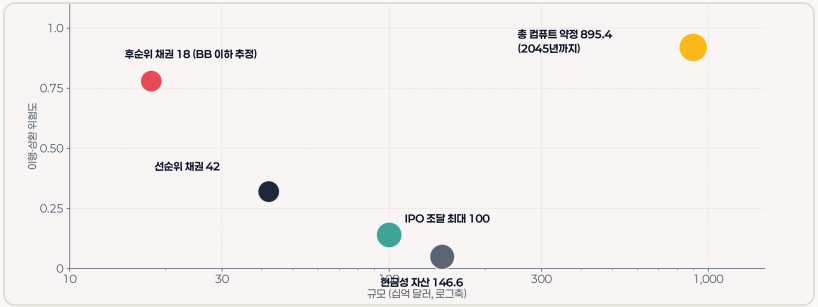
5.02%
11-10 10년물 입찰 요구 수익률 — 약한 수요의 신호

88.5%
12월 25bp 인상 시장 확률 · 50bp는 11.5%

160억$
11-18 20년물 입찰 규모 — 장기물 수요의 시험

II. FT — AI는 이제 주식 이야기가 아니라 신용 이야기다

장기 AA 지수의 40%가 AI 발행사 · 앤트로픽 19일 상장 · 사모대출 가시성 논쟁



자료: 앤트로픽 수정 S-1(2026-11) · 공개 보도 종합. 위험도 축은 필자의 해석

위험이 주식에서 채권으로 옮겨갔다

FT가 주목한 것은 신용의 확산입니다. AI 관련 발행사가 미국 장기 AA 회사채 지수의 40%를 차지합니다(9월 30일 기준). 미국 연기금 상당수가 이 지수로 할인율을 정합니다. AI 발행사의 높은 금리는 보고된 부채를 낮춰 연금 재무 상태를 좋게 보이게 했지만, 등급이 내려가면 자산과 부채가 동시에 나빠집니다. 사모대출 시장에서는 델러스·뉴욕 연은이 11월 9일 파일럿 조사를 시작했고 18일 창이 닫힙니다. 감독당국이 "가시성이 제한적"이라고 인정한 시장이 AI 설비투자의 연료입니다.

앤트로픽이라는 신용 사건

11월 18일 공모가를 확정하고 19일 상장합니다. 8억 2,500만 주를 70~78달러에 판매해 기업가치 1조 3,000억~1조 4,500억 달러를 목표로 합니다. 문제는 등급입니다. 주관사는 투자등급을 원하지만, 이를 계산하는 기관들은 그 기준에 못 미친다고 봅니다. 9개월 매출 332억 달러, 영업손실 13억 달러, 컴퓨트 총약정 8,954억 달러입니다.

유동성의 새 공급자

사모펀드와 보험사가 데이터센터 딜의 한계 투자자가 되었습니다. 18건 이상의 딜이 연 10% 이상 수익을 요구합니다. 요구수익률 10%는 성장 자금의 가격이 아니라 구조조정 자금의 가격입니다. 이 조건을 맞추지 못하는 사업자는 건설 시점을 늦추는 방식으로 대응합니다.

연기금의 역설

AI 발행사가 지수의 40%를 차지하면, 연기금은 AI 신용 리스크를 직접 보유합니다. 등급 하향 한 번이 자산가치 하락과 할인율 상승을 동시에 일으킵니다. 채권 매칭 방식은 특히 취약합니다. 이 구조는 한국의 연기금·보험사에도 같은 방향으로 작동합니다.

III. The Economist — 실물은 얇고, 자산은 두껍다

GDP 직접노출 0.3% · 투자 3.6% · 가계 주식 38% · 대만 성장률 14%의 비대칭

붕괴는 올 수 있다. 금융 대재앙은 아니다

영국 주간지는 11월 14일 커버에서 AI 투자가 2025~2032년 연평균 미국 GDP의 3.6%에 이르고, AI 민감 상위 10개 종목이 S&P500의 약 40%, 가계 순자산 중 주식이 38%에 이른다고 계산했습니다. 닷컴 정점보다 4분의 1 높은 수준입니다. 그럼에도 미국 경제의 직접 노출은 GDP의 0.3%에 그칩니다. 투자 대부분이 수입 장비로 나가기 때문입니다. 하이퍼스케일러 다섯 회사의 부채와 리스 약정은 장부가의 30%, 시가총액의 6% 수준이고, AI 관련 신용은 비금융부문 대출을 추세선 위로 밀어올리지 않았습니다.

미국에 유리한 계산

충격이 와도 실물 경로가 얇으면 정책 대응의 여지가 남습니다. 문제는 가격 경로입니다. 가계 자산의 38%가 주식이면 지수 30% 하락은 소비 심리를 직접 누릅니다. 실물 노출이 낮다는 사실이 자산 효과를 없애주지는 않습니다.

아시아에 불리한 계산

주간지는 대만의 2026년 성장률을 14%로 적으며, AI 충격이 대만 경제에는 미국보다 훨씬 심각할 것이라고 명시했습니다. 한국도 같은 선상입니다. 메모리·장비·소재·냉각·전력기기의 매출이 이 사이클에 실려 있습니다.

유가와 지정학

이란 사태가 9개월째이고 WTI는 88.56달러로 두 주 연속 내렸습니다. 유가가 내리면 물가 압력이 줄어 연준의 속도가 완만해질 수 있습니다. 반면 해상 운송 차질은 공급 충격으로 남습니다. 이번 주 선전에서 예정된 미중 회동이 변수입니다.

주간지의 계산이 틀릴 수 있는 지점

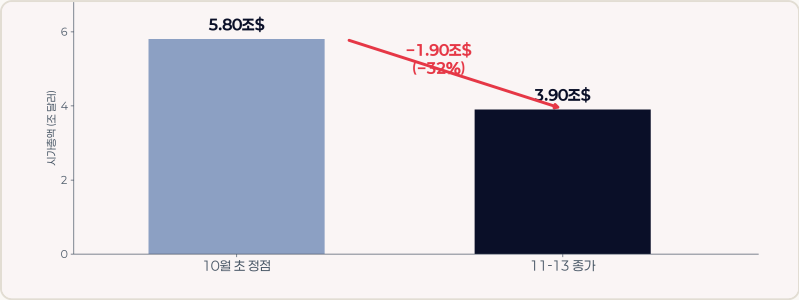
0.3%라는 숫자는 **설비투자의 직접 노출**입니다. AI 자본지출이 줄면 미국의 설비투자와 그에 딸린 건설·전력·물류 매출이 함께 줄고, 이것이 소비와 세수로 번지는 경로는 계산에 포함되지 않습니다. 연준 스태프의 11월 12일 연구도 "데이터센터 투자는 급증했지만 대부분의 기업은 AI를 가볍게 쓰거나 쓰지 않으며, 노동·생산성 효과는 아직 작다"고 정리했습니다. 투자 붐은 보이지만 성과는 아직 데이터에 없다는 뜻입니다.

IV. Bloomberg Businessweek — 조달과 수출통제, 두 개의 파이프라인

회사채 시장에서 밀려난 네오클라우드 · 고객 선수금 90억 달러 · 금지 칩 조달 보도

네오클라우드의 자금줄이 마르면

블룸버그가 이번 주 전한 핵심은 두 가지입니다. 하나는 조달 구조입니다. 코어위브·네비우스·엔스케일이 회사채 시장에서 사실상 배제되고, 대출자들이 더 높은 쿠폰과 더 강한 조건, 고객 보증을 요구합니다. 코어위브는 현재 수익률로는 무담보 시장을 쓰지 않겠다고 밝히고 향후 3개월 약 90억 달러의 고객 선수금을 예상한다고 말했습니다. 다른 하나는 수출통제입니다. 스캔들 중심 인물이 설립한 중국 기업이 상하이 데이터센터에서 금지된 칩을 조달했다는 보도가 나왔습니다. 관련 당사자들은 혐의를 부인했고 회사는 논평을 거부했습니다.



자료: LSEG·블룸버그·11-13 종가 종합. 시가총액은 공개 보도 수치

왜 이 뉴스가 한국에 중요한가

엔비디아 매출의 상당 부분이 아시아 고객입니다. 수출통제가 강화되면 매출의 지역 구성이 바뀌고, 그 변화는 HBM·기판·테스트 소재 발주로 6~9개월 늦게 전달됩니다. 동시에 조달 구조가 바뀌면 데이터센터 건설 속도가 조정되고, 이는 전력기기·냉각·건설 수주의 일정으로 전이됩니다. **한국 기업이 보는 두 개의 파이프라인은 서로 다른 시차로 움직입니다.**

시차 **수출통제는 매출의 지역 구성을, 조달 비용은 건설의 속도를 바꾼다 — 두 변수를 따로 추적해야 한다**

V. McKinsey — 에이전트의 원가는 토큰이 아니라 사람의 검토 시간이다

도입률 80% vs 이익 기여 37% · 변동비의 70~75%가 사람 검토 · 표본 검토가 단위경제를 만든다

도입률 80%, 이익 기여 37%

맥킨지의 2026년 글로벌 AI 서베이는 도입과 성과의 간격을 숫자로 보여줍니다. 응답자의 80%가 AI를 사용하지만, AI 사용이 영업이익에 긍정적 영향을 줬다고 답한 비율은 37%입니다. 재무 기능을 다룬 별도 분석은 왜 그런지 설명합니다. 대부분의 조직이 도구 선택에서 시작해 전략 목표를 나중에 묻기 때문입니다. 순서를 뒤집어야 한다는 것이 맥킨지의 결론입니다.

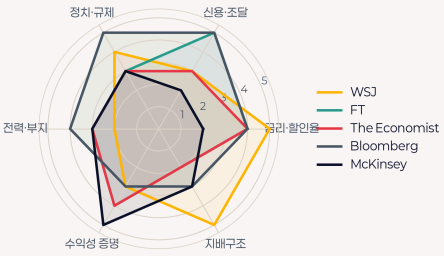
McKinsey가 제시한 회계	수치	의미
에이전트 변동비 중 토큰 비중	20~25% (은행 고객서비스)	모델 단가 인하는 비용 구조를 크게 바꾸지 않는다
사람 검토 비중	70~75%	위험·기능 전문가의 표본 검토가 실제 원가
검토 대상 실행 비중	10~20%	전수 검토 대신 표본 검토가 단위경제를 만든다
온보딩 1건 처리비	50~150달러 → 10~30달러	에이전트 5~7개 + 결정형 시스템 + 감독 조직 2~4개
계획 시스템 도입 효과	재고 11~15% 개선 · 2.6배 회수	매출 150억 달러당 투자 2,000만~3,000만 달러
분기 리뷰 편입	AI 단위경제를 QBR에 포함	비용이 변하므로 분기마다 재평가한다

한국 기업에 옮기면

토큰 비용이 변동비의 4분의 1이라면, 나머지 4분의 3은 사람입니다. 그래서 "AI로 인건비를 줄인다"는 계획은 산술적으로 성립하지 않는 경우가 많습니다. 줄어드는 것은 **검토 대상 실행 수**이고, 남는 비용은 검토자의 시간입니다. 검토를 표본화하고 기준을 문서화하면 같은 인원으로 처리량이 늘어납니다. 이 원리는 제조·유통의 품질관리와 동일합니다.

VI. 교차 검증 — 다섯 개의 원인, 하나의 방향

위험축 레이더: 매체별로 다른 1순위 원인, 다섯 개가 합의한 세 문장



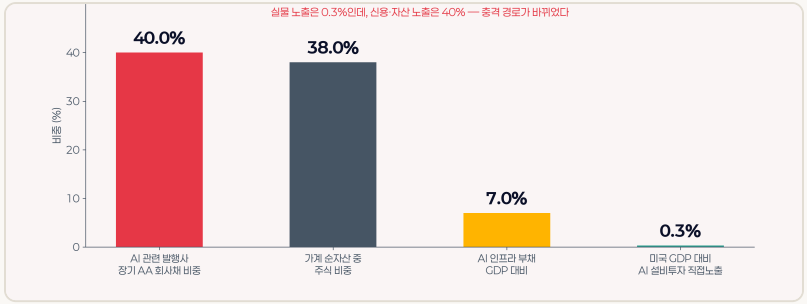
자료: 6대 매체 이번 주 보도·연구 종합. 축별 1~5는 편집부 해석

합의된 것과 갈린 것

다섯 매체가 합의한 것은 세 가지입니다. ① 금리가 다시 자산 가격의 기준선이 되었다. ② AI 투자는 계속되지만 조달 비용이 올랐다. ③ 실물 지표는 아직 붐을 확인해 주지 않는다. 갈린 것은 원인입니다. WSJ는 금리와 물가를, FT는 신용 구조를, Economist는 실물 노출을, Bloomberg는 개별 기업의 조달과 수출통제를, McKinsey는 조직의 흡수 능력을 1순위로 봅니다. 같은 현상을 다섯 개의 원인으로 나눠 읽는 것이 이번 호의 결론입니다.

VII. 노출의 네 가지 측정 — 실물 0.3%, 신용 40%, 자산 38%, 부채 7%

같은 충격이 실물·신용·자산·재정의 네 경로로 나뉘어 도착한다



자료: The Economist(2026-11-14) · Cambridge Associates(2026-11-13) · Bernstein·Cummings(2026-11-09) 종합

네 개의 숫자가 같은 위험을 다른 곳에 둔다

AI 사이클의 노출은 네 가지로 측정됩니다. 실물 설비투자는 GDP의 0.3%로 얇고, 신용은 장기 AA 회사채 지수의 40%로 두껍고, 자산은 가계 순자산의 38%로 무겁고, 부채는 GDP의 7%로 넓습니다. 네 숫자가 서로 다른 곳을 가리키기 때문에, 같은 충격이 실물·신용·자산·재정의 네 경로로 나뉘어 도착합니다.

실물 경로

0.3%는 설비투자의 직접 노출입니다. 지출이 줄면 건설·전력·물류 매출이 함께 줄고, 이는 다시 지방 세수와 고용으로 번집니다. 계산서에는 보이지 않지만 현금은 여기서 먼저 사라집니다.

신용 경로

40%는 연기금 할인율의 근거입니다. 등급 하향 한 번이 자산 가치와 부채 측정치를 동시에 움직입니다. 채권 매칭 방식의 연기금은 이중 타격을 받습니다.

자산·재정 경로

가계 자산의 38%가 주식이고 AI 인프라 부채가 GDP의 7%라면, 충격은 소비와 재정 양쪽에서 증폭됩니다. 닷컴 붕괴보다 GDP 하락이 크고 실업이 높다는 추정이 나오는 이유입니다.

VIII. 전략 시사점 — 수요와 가격을 분리해 계획한다

이번 주에 확인 가능한 다섯 가지 실행과 기한

한국 기업·창업가를 위한 다섯 가지

이번 주의 다섯 매체를 하나의 실행 목록으로 바꾸면 다음 다섯 가지가 남습니다. 모두 이번 주 안에 확인할 수 있는 항목입니다.

#	실행	확인 지점	기한
1	차환·조달 가정을 5.5%로 재계산	10년물 5.15% · 20년물 입찰(11-18)	11-20
2	상위 고객 3곳의 조달 구조 확인	CDS·회사채 금리·선수금 의존도	11-27
3	수출 지역별 매출 비중표 갱신	엔비디아 가이던스와 중국 매출 언급(11-17)	11-24
4	에이전트 검토 표본 비율 문서화	맥킨지 10~20% 기준 · 자사 오류율	12-05
5	AI 매출의 사이클 의존 비중 산출	설비투자 연동 매출 / 전체 매출	12-12

하나의 문장으로

이번 주의 모든 숫자는 같은 방향을 가리킵니다. AI 사이클은 이제 **수요의 문제가 아니라 가격의 문제**입니다. 수요는 여전히 있고(가이던스 1,080억 달러), 가격은 올랐습니다(10년물 5.15%, CDS 1,289bp). 한국 기업의 2027년 계획은 이 두 문장을 별개의 가정으로 세워야 합니다.

결론 **수요는 남아 있고 가격은 올랐다 — 예산은 두 가정을 따로 세워야 한다**

English Summary / 영문 요약

Five media, one direction: demand remains, the price of financing has changed

English Summary

Last week equities and credit told opposite stories. The S&P 500 rose 2.51% to 7,561.67, its best week since August, while the ten-year Treasury yield closed at 5.15% after a 29 basis point weekly rise, the largest in nineteen months, and CoreWeave's five-year credit default swap spread reached 1,289 basis points before easing to about 1,155. Its 9.75% 2031 notes yielded 16.7%. Three tests are scheduled: Nvidia reports on November 17 without founder Jensen Huang, who resigned on November 12, against guidance of $108 billion plus or minus 2% and a gross margin path from 74% to 71-72%; the Fed publishes October minutes on November 18 with markets pricing an 88.5% chance of a 25 basis point December hike; and Anthropic prices on November 18 and trades on November 19 at $70-78 per share for a valuation of $1.3-1.45 trillion.

Where the risk has accumulated

AI-related issuers now account for 40% of the long AA corporate bond index that many US pension plans use to set discount rates, so a downgrade would hit assets and liabilities together. The Dallas and New York Federal Reserve Banks opened a pilot survey of private direct lending on November 9, closing on November 18, describing visibility into that market as limited. More than eighteen live data-centre deals require annual returns above 10%. The Economist argued on November 14 that AI investment averages 3.6% of US GDP but direct exposure is only 0.3%, while Taiwan, growing at 14%, would suffer far more - an asymmetry that applies to Korea as well.

The organisational bill

McKinsey finds 80% adoption against 37% reporting a positive effect on operating profit. In agentic workflows, tokens are 20-25% of variable cost while human oversight is 70-75%, and completing a bank onboarding can fall from $50-150 to $10-30 per customer only when five to seven agents, deterministic systems and two to four oversight teams are designed together. For Korean companies the practical conclusion is to plan demand and price separately: demand remains at $108 billion of guided quarterly revenue, while the price of financing has already changed.

One line **Credit moved before earnings did - plan the price of financing separately from the demand for chips**

발행 CONDERI AI산업전략연구실 | 문서등록번호 CONDERI-GO-2026-11-16 | 문의 contact@conderi.com