신한 Market Review & Insight

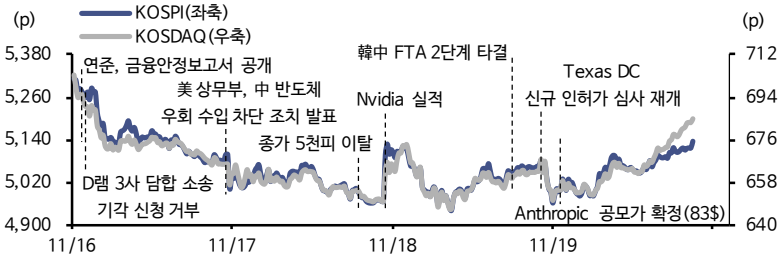
2026년 11월 20일

: AI 순환금융, 성장의 연료 vs 금융 취약고리

Market Analyst
강진혁
☎ (02) 3772-2329
✉ kjinhyeok@shinhan.com

주간 Review | 금리·규제 부담에 Nvidia 실적 발표도 무용지물

- 주간 S&P500 -5.1%, NASDAQ -5.0%, KOSPI -2.9%, KOSDAQ -2.1%
- 美 10월 PPI(+6.5% YoY) 4년 만 최고+Waller 등 연준 인사 매파 발언에 우려↑
- 제3국 DC 통한 中의 반도체 우회 수입 차단 등 NVDA 발 규제 리스크 지속
- Semianalysis 28년 HBM 출하 전망 30% 하향 등 영향 9개월 만 5천피 이탈 마감
- NVDA 매출(+103% YoY)·가이던스 예상치 상회+FY28 매출 성장률 전망 상향 →선별적 금융 지원+DC 이슈 대정부 소통 강조. 네오클라우드 심사 강화 전망
- Anthropic 공모 흥행(공모가 83$)+Texas DC 인허가 재개 등 긍정적 AI 재료 유입
- 韓中 2단계 FTA 8년 8개월 만 타결→여행·콘텐츠·게임·엔터 등 수혜 기대주 강세



자료: LSEG, 신한투자증권

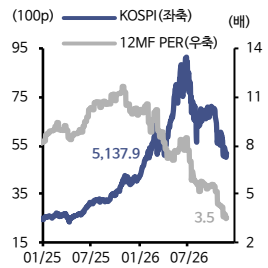
차주 Preview | 기술주 투심 악화 지속에도 5천피 사수 테스트

- NASDAQ 200일선 이탈 등 단기 불안 요소. Fear&Greed도 극단적 공포로 복귀
- KOSPI도 12MF PBR 0.96배로 멀티플 부담은 덜어냈지만 외국인 이탈은 지속 중
- 실적 시즌 종료 따라 재차 Macro 및 내러티브에 따른 시장 움직임 연출 가능성
- 금리선물시장은 현재 12월 美 기준금리 인상을 기정사실화+내년 2회 인상 반영 →Waller·Logan 등 매파적 스탠스 강해지는 가운데 PCE 물가지표 통해 경로 확인
- Anthropic 상장 후 청약금 반환에 따른 주초 단기 유동성 여건 개선은 기대 요인

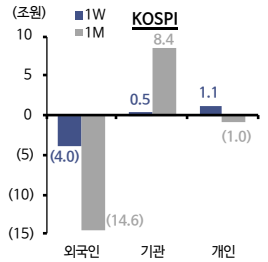
일자	이벤트	포인트
11월 20일	한국 10월 생산자물가지수(PPI)	환율 진정 따른 비용 압력 축소 등 상승세 둔화 여부 확인
	중국 11월 대출우대금리(LPR)	내수 부진에도 재정 중심 대응 이어지며 동결 지속 가능성
11월 23일	미국 11월 S&P Global 제조·서비스업 PMI	견조한 제조업 수요와 함께 공급 차질 및 가격 압력 등 경계
11월 24일	미국 11월 CB 소비자신뢰지수	전월 큰 폭 개선 이후 중간선거 발 유가 하락 효과 기대
11월 25일	미국 10월 PCE 물가지수	에너지가격 진정 및 근원물가 하방 경직성 완화 여부 주목
	미국 연준 베이지북 공개	향후 인플레 전망 및 소비·고용시장 위축 가능성 등 점검
	코리아 핀테크 위크 2026(~27일)	AI 에이전트·디지털자산 등 금융기술 혁신 방향성 주목
11월 26일	한국 11월 금융통화위원회	高물가와 금융시장 불안 속 추가 인상 시기 및 속도 확인

자료: 신한투자증권

KOSPI 주가 및 PER 추이



KOSPI 수급주체별 수급 동향



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

Market Insight: AI 순환금융, 성장의 연료 vs 금융 취약고리

AI 투자 붐과 순환금융의 확산: 투자는 서로를 뒷받침하고 있다

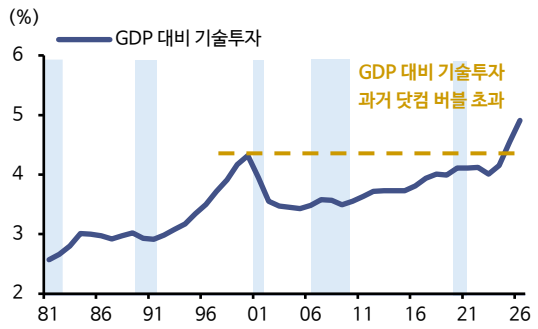
순환금융의 강점은 초기 산업 불확실성을 줄이고 핵심 공급망 선점에 유리

→리스크는 투자가 실질적인 수요 창출에 실패시 산업 전반의 자금 흐름이 위축되는 악순환 형성

AI의 고속 성장을 상징해온 Jensen Huang의 사임은 시장에 많은 질문을 던지고 있다. AI 생태계는 기술 경쟁력 외에 주요 기업 간 전략적 제휴, 자본거래, 장기 구매계약에 대한 신뢰를 기반으로 확장해왔다. 특히 Nvidia는 투자자이자 공급자이며 동시에 고객인 기업들이 서로의 성장을 뒷받침하는 '순환금융' 구조의 중심이었다. 그의 사임은 AI가 얼마나 특정 기업과 경영진, 그리고 기업 간 복잡한 금융·상업적 연결고리에 의존해왔는지를 드러냈다. 이후 Kress CFO는 고객사에 대한 투자·약정·보증에 대한 엄격한 검토와 더불어 선별적 지원을 강조했다.

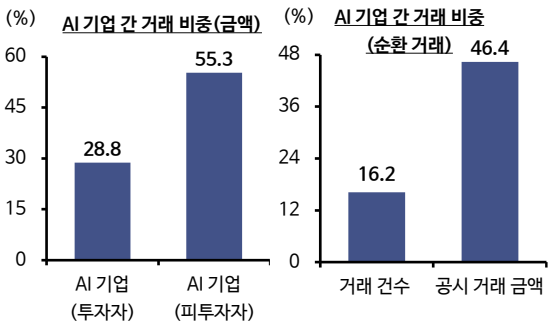
2021~2025년 AI 기업 간 투자 거래는 전체의 28.8%를 차지했고, AI 기업이 유치한 투자금액 중 다른 AI 기업의 비중은 55.3%에 달했다. 특히 AI 기업 간의 투자 거래 중 공급망상 상업관계까지 맺고 있는 거래는 건수 기준 16.1%, 금액 기준 46.4%였다. 이처럼 투자-매출이 동일한 관계 내에서 형성되는 구조는 초기 산업의 불확실성을 줄이고 핵심 공급망을 선점하는 데 유리하다. 그러나 문제는 최종 수요가 기대에 미치지 못할 때 드러난다. 순환금융의 핵심 위험은 기업 간 투자가 실질적인 수요를 창출하는데 실패할 경우, 투자 둔화가 나타날 때 산업 전반의 자금 흐름을 위축시키는 악순환으로 이어질 수 있다는 점이다.

AI 시대 GDP 대비 기술투자는 과거 닷컴을 초월



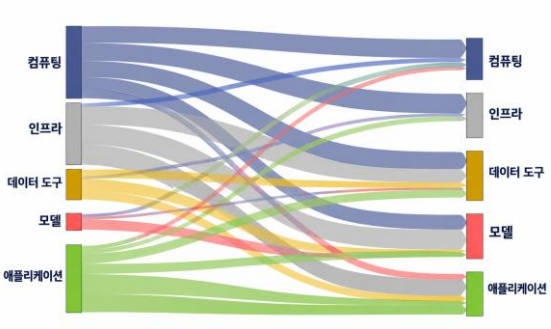
자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 음영은 NBER 경기침체기

AI 기업 간 투자 거래는 전체에서 큰 비중을 차지



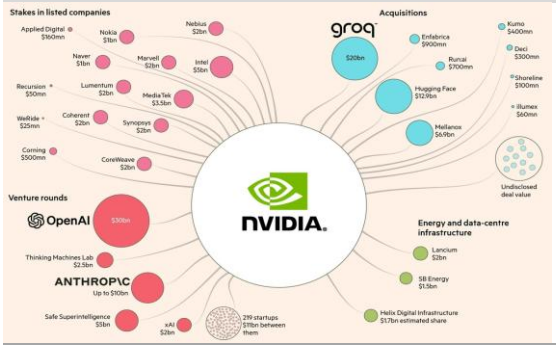
자료: PitchBook, Factset, 신한투자증권

컴퓨팅·인프라·응용단 중심으로 투자관계 형성



자료: Rishabh&Shreeti(2026), 신한투자증권

Nvidia는 AI 순환금융의 핵심 신뢰 기반으로 작용



자료: Dealroom, 신한투자증권

지분투자에서 신용시장으로: 작은 자본이 더 큰 금융구조를 만든다

순환금융은 지분투자가 장래 매출, 인프라 투자, 추가 차입 기반으로 확대

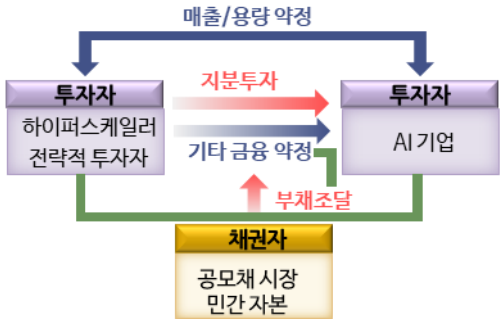
→자본 공급자가 고객의 성장과 미래 수요로부터 동시에 이익을 얻는 구조

순환금융의 특징은 제한적인 지분투자가 더 큰 규모의 매출 약정과 부채조달을 뒷받침한다는 점이다. IMF가 공개된 주요 14개 거래를 분석한 결과, 직접 지분투자는 약 3,000억$였지만 연계된 미래 매출 약정은 약 1조 4,000억$에 달했다. 9개 거래에서는 6,500억$ 이상의 후속 부채조달도 이뤄졌다. 지분투자가 장래 매출과 인프라 투자, 추가 차입의 기반으로 확대된 것이다.

Nvidia는 이 구조를 통해 고객 지원과 자사 매출 확대를 연결한다. AI 개발사와 네오클라우드에 지분투자, 클라우드 구매 약정 및 데이터센터 보증을 제공해 인프라 구축을 지원하고 GPU, 네트워킹 장비의 추가 수요를 확보한다. 일부 계약에서는 제3자 클라우드 매출도 배분받는다. 7월 전체 커밋먼트 4,220억$ 중 810억$가 순환금융 관련 익스포저로 분류된다. 데이터센터 1GW당 매출 기회도 Hopper 세대 180억$에서 Vera Rubin 세대 400억$로 확대될 전망이다.

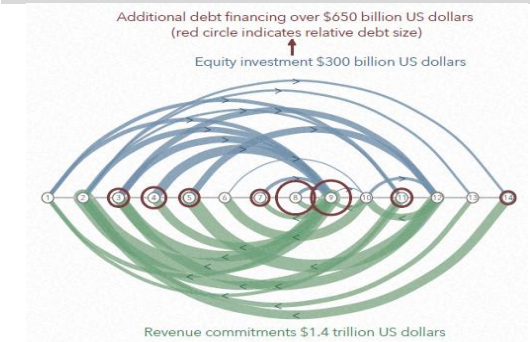
결국 순환금융은 자본 공급자가 고객의 성장과 미래 수요에서 동시에 이익을 얻는 구조다. 투자가 추가 구매를 유도하고 확대된 매출 기회가 다시 투자 유인을 높인다. 이는 AI 인프라 투자의 성장 동력이지만, 최종 수요가 기대에 못 미치면 투자 회수와 매출이 함께 위축될 수 있는 위험 요인이기도 하다.

지분투자에서 매출·부채로 이어지는 순환금융 구조



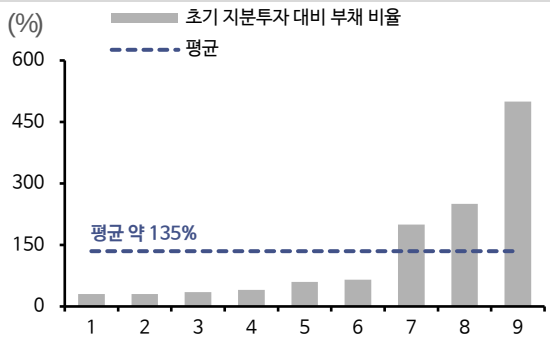
자료: 신한투자증권 / 주: (赤) 현금흐름 (靑) 비현금흐름

지분투자는 장래 매출과 추가 차입 기반으로 확대



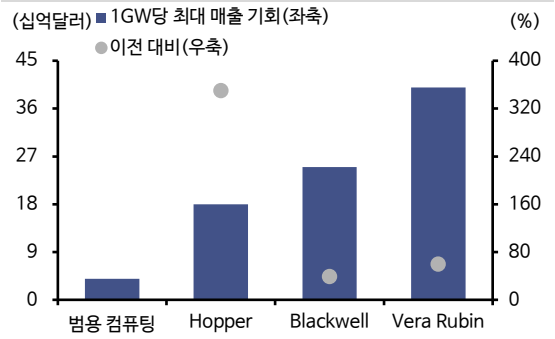
자료: IMF, 신한투자증권

초기 지분투자의 레버리지 효과 실제로 확인



자료: IMF, 신한투자증권

1GW 전력 용량당 Nvidia의 최대 매출 기회 확대



자료: Nvidia, 신한투자증권

재무제표 밖으로 이동하는 위험: SPV와 장기 약정의 확대

순환금융의 잠재 위험은 자금조달과 신용보강이 대차대조표 밖에서 발생

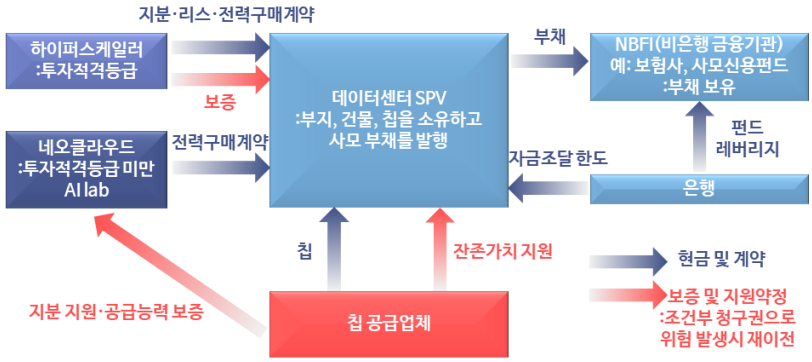
→고객 지급능력 약화 시 위험 일부가 보증자에게 이전되는 등 지급 의무의 부담 문제 존재

순환금융의 위험을 파악하기 어려운 이유는 자금조달과 신용보강이 개별 기업의 대차대조표 밖에서 이뤄지기 때문이다. 대표적인 구조가 SPV를 활용한 데이터센터 PF다. SPV가 금융기관에서 차입해 데이터센터를 소유하고 AI 기업은 이를 장기 임차한다. 빅테크 등이 임차료와 전력비 일부를 보증하면 차입금은 SPV에 남지만 임차기업에는 리스 의무가, 보증기업에는 우발채무가 발생한다.

Meta-Blue Owl의 Hyperion 프로젝트는 273억$ 규모의 선순위 담보부 채권을 발행해 자금을 조달했으며, Meta의 장기 임차 약정이 신용을 뒷받침했다. Meta는 해당 JV를 연결재무제표에 편입하지 않았다. Nvidia 역시 Ohio 프로젝트에서 최대 1,050억$의 보증을 제공하기로 했다. 이는 임차인의 리스료와 전력비 지급 불능 등 조건에서 발동하는 우발적 의무로 최대 보증 규모가 예상 손실을 의미하지는 않지만 고객 지급능력 악화 시 위험 일부가 보증자에게 이전될 수 있다.

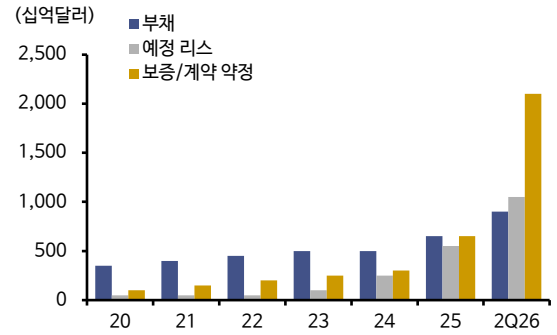
연준에 따르면 첨단 컴퓨팅 인프라 부채 발행은 23년 1,300억$에서 올해 10월 6,800억$를 넘어섰고, 관련 공모 부채 잔액은 1.1조$ 이상으로 추정된다. 미개시 리스와 보증까지 고려하면 장부상 차입금만으로는 실제 위험 부담을 파악하기 어렵다. 핵심은 최종 수요가 약화될 때 누가 지급 의무를 부담하는지에 있다.

AI 생태계의 새로운 신용 관계 → 부외 부채가 만드는 잠재적 위험



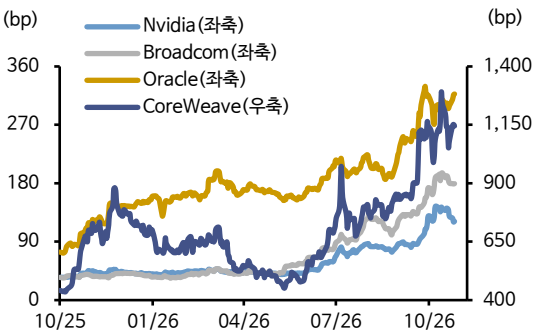
자료: BIS, 신한투자증권

보증·계약 약정이 부채의 2배 초과, 우발채무 우려



자료: SEC, 신한투자증권

네오클라우드 외에 컴퓨팅 기업들의 CDS도 상승



자료: LSEG, 신한투자증권

과거 통신장비 업계의 교훈: 수요를 앞당긴 금융은 하락을 증폭시킨다

90년대 벤더 파이낸싱은 AI 순환금융과 유사 사례

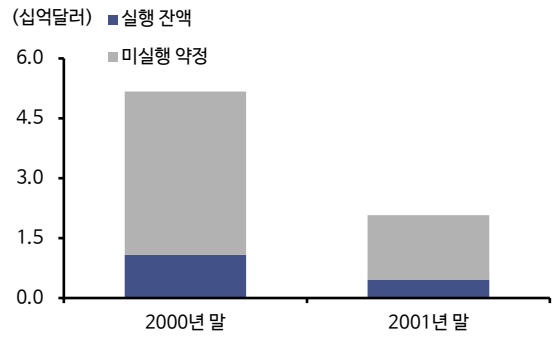
→독립적 현금흐름 형성 전에 수요가 꺾일 경우 매출, 금융자산 건전성이 동시에 악화할 수 있음

AI 순환금융의 위험을 이해하기 위해서는 90년대 후반 통신장비 업계의 벤더 파이낸싱 사례를 참고할 필요가 있다. 당시 Lucent·Nortel·Cisco 등 주요 통신장비 업체들은 통신사업자의 CapEx 여력을 높이기 위해 고객에게 대출과 금융지원을 제공했다. 통신사업자는 외부 자금으로 장비를 구매하고, 장비업체는 매출을 늘리는 동시에 고객의 투자 확대를 지원했다. 공급자가 고객의 구매자금을 지원한다는 점에서 현재 AI 생태계의 투자·구매약정 구조와 유사한 측면이 있다.

당시 00년 말 주요 통신장비 업체 9곳의 고객 금융지원 규모는 약 256억$로 집계됐다. 그러나 통신 수요가 둔화하고 사업자들의 투자계획이 축소되자 금융지원은 오히려 장비업체의 부담으로 돌아왔다. Nortel의 금융지원 규모는 00년 약 52억$에서 01년 약 21억$로 줄었고, 같은 기간 매출도 279억$에서 175억$로 감소했다. 고객의 투자 여력을 보완해 매출을 확대했던 금융지원이 수요 둔화 국면에서는 고객의 신용위험과 장비업체의 매출·회수 위험을 동시에 드러낸 것이다.

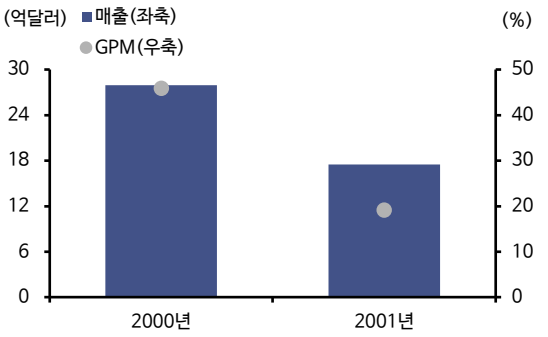
당시와 현재를 동일시하긴 어렵고, 금융지원 규모와 매출 감소 간의 관계만으로 순환금융이 실적 악화의 원인이었다고 단정해서도 안 된다. 단, 수요와 독립적인 현금흐름이 형성되지 않은 상태에서 금융지원이 구매를 앞당기면, 수요가 꺾일 때 매출과 금융자산의 건전성이 동시에 악화될 수 있다는 교훈은 유효하다.

닷컴 사이클 당시 Nortel의 고객 금융지원 규모↓



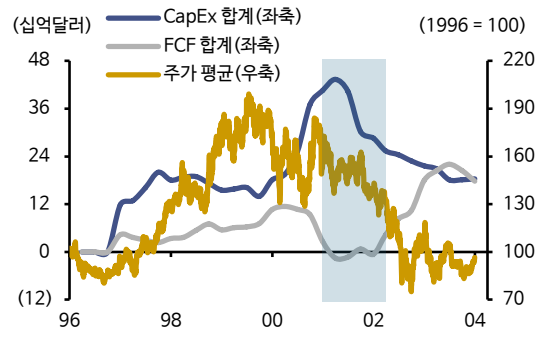
자료: SEC, 신한투자증권

통신시장 침체 따른 구매 약정 감소로 매출 동반↓



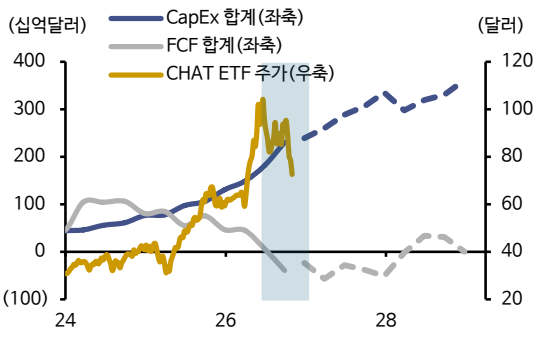
자료: SEC, 신한투자증권

닷컴 사이클 당시 과잉투자 이후 주가·CapEx↓



자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: Verizon+AT&T

현재는 FCF 음전에도 CapEx 가이던스는 상향 중



자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: MSFT·AMZN·GOOG·META·ORCL

이익의 질과 투자 회수: 약정된 매출은 최종 수요를 대체할 수 없다

순환금융에서 고객사의 매출 증가는 최종 수요의 확대를 의미하지는 않음

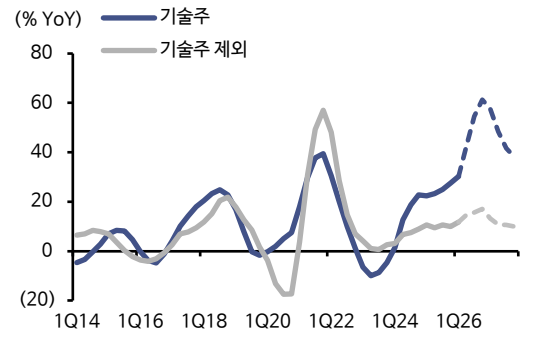
→지속 가능성은 독립적 최종 수요에서 창출되는 수익성과 현금흐름

순환금융의 또 다른 위험은 매출 증가가 반드시 독립적인 최종 수요의 확대를 의미하지 않는다는 점이다. BIS는 공급업체가 고객에게 자금을 지원할 경우 고객의 제품 구매가 공급업체 자신의 금융지원에 의해 뒷받침되면서, 보고되는 매출 중 일부가 내생적으로 형성될 수 있다고 지적한다. 즉 외형상 매출과 수요가 증가하더라도 최종 사용자의 지불 의사와 실제 현금 유입이 이를 충분히 뒷받침하는지는 별도로 확인해야 한다.

이러한 구조에서는 투자와 구매 약정이 유지되는 동안 매출과 기업가치가 함께 상승할 수 있지만, AI 서비스의 수익화가 기대에 미치지 못하면 상황이 달라진다. IMF는 수익화 부진이 관련 기업의 매출 감소와 담보가치 하락, 금융조달 여건 악화로 동시에 이어질 수 있다고 분석했다. 특히 자체 현금흐름보다 외부 자금과 장기 약정에 의존하는 기업일수록 투자 지속과 채무상환에 부담이 커질 수 있다.

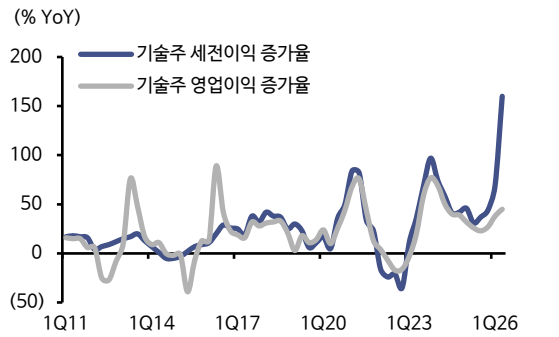
결국 순환금융의 지속 가능성을 판단하는 기준은 매출이나 회계상 이익의 증가율이 아니라 최종 고객으로부터 확보되는 수익성과 현금흐름이다. 향후 AI 서비스 매출의 실제 수익화 수준, 영업현금흐름과 FCF, 외부 조달 없이 투자와 채무상환을 지속할 수 있는지를 함께 점검할 필요가 있다.

S&P500 성장률: 기술주 vs 기술주 제외



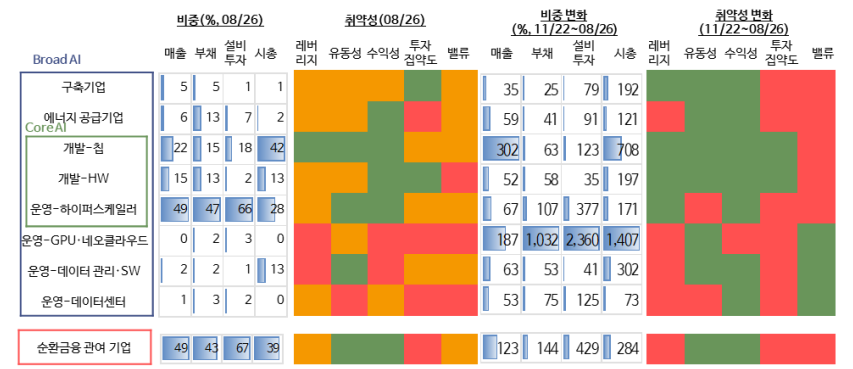
자료: Bloomberg, 신한투자증권

투자·구매 약정 유지→영업외 투자 이익 성장 효과



자료: Bloomberg, 신한투자증권

AI 산업 가치사슬별 재무적 취약성 평가: GPU·네오클라우드는 약한 고리



자료: IMF, 신한투자증권

담보가치와 금융시장 전이: 기술자산의 진부화는 회수율을 낮춘다

기술자산 금융의 위험은 진부화 따른 자산가치↓ →금융기관 회수 위험↑.

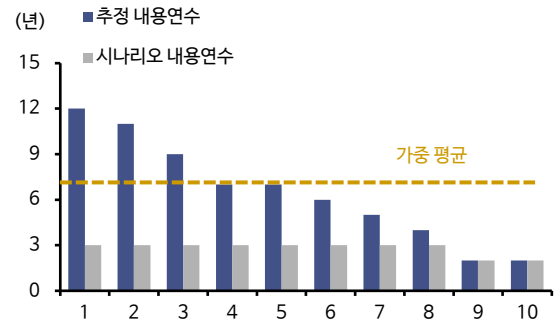
실제 리스크는 가격 하락 외에도 중고시장 유동성, 재판매 가능성 등에 의존

GPU와 데이터센터 설비 등 기술자산을 담보로 한 대출과 리스, ABS가 확대되면 기술 진부화에 따른 자산가치 하락이 금융기관의 회수 위험으로 이어질 수 있다. 부동산과 달리 첨단 기술자산은 성능 개선과 세대교체가 빨라 장부상 내용연수와 실제 경제적 수명이 달라질 수 있기 때문이다. 담보 장비의 중고가격이 하락하거나 매수자가 줄어들면 채무불이행 시 회수액도 예상보다 낮아진다.

IMF는 하이퍼스케일러의 유형자산 내용연수를 평균 약 7년으로 추정하며, 이를 3년으로 단축할 경우 영업이익률이 9%p 이상 하락할 수 있다고 분석했다. 이는 가정에 기반한 시나리오지만, 기술자산의 경제적 수명이 금융계약 만기보다 짧아지면 감가상각 부담과 교체투자, 차환 수요가 동시에 커질 수 있음을 보여준다.

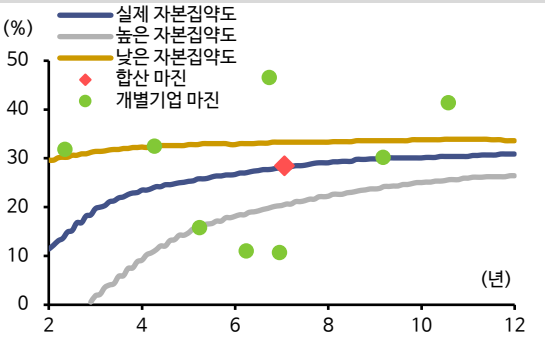
다만 담보 회수 가능성은 자산별로 다르다. 반도체 장비는 중고 유통시장이 상대적으로 발달해 처분이 용이하고, 범용 산업용 로봇은 RaaS 중심 빠르게 성장한 만큼 중고 거래, 재제조 등 유통 인프라가 우수하다. 반면 GPU는 가격 변동성이 크고 빠르게 진부화한다. 결국 기술자산 금융의 위험은 가격 하락 외에 중고시장 유동성, 가동률과 재판매 가능성에 따라 달라진다. 담보 부실 발생 시 이를 얼마나 신속하고 가치 훼손 없이 현금화할 수 있는지가 금융위험을 결정한다.

하이퍼스케일러의 유형자산 내용연수 평균 7년



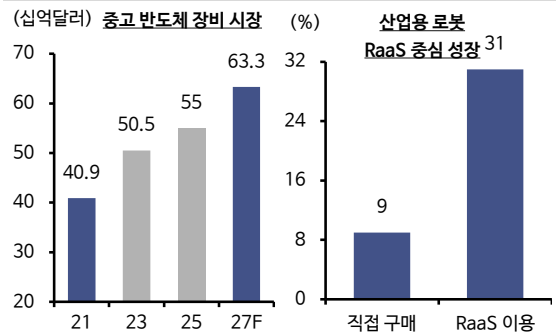
자료: IMF, 신한투자증권
주: 내용연수는 유형자산/감가상각

AI 인프라의 짧아지는 경제 수명은 마진을 압박



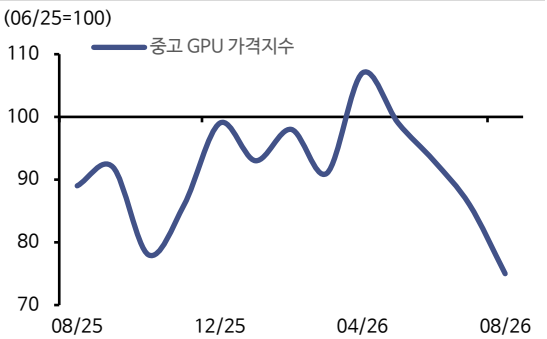
자료: IMF, 신한투자증권

반도체 장비, 범용 로봇은 기술자산 중 담보 가치↑



자료: PwC, 국제로봇연맹, 신한투자증권

반면 GPU 등 첨단 기술자산은 빠르게 진부화



자료: American Compute, 신한투자증권

시스템 리스크와 모니터링: 위기 전조보다는 취약한 연결고리의 조정 가능성

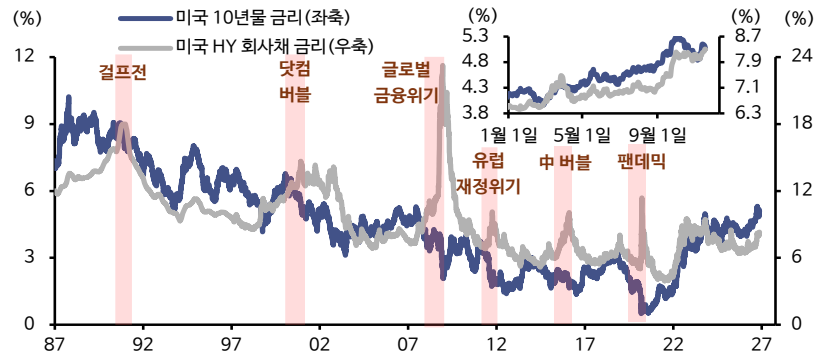
순환금융은 그 자체로는 문제가 아님. 순환금융을 통해 창출된 투자가 실제 최종 수요+현금흐름으로 회수될 수 있는지에 따라 양날의 검으로 작용 가능

AI 순환금융은 그 자체로 위기의 전조로 볼 수는 없다. 빅테크는 높은 수익성과 현금창출력을 바탕으로 투자 여력을 확보하고 있고 AI 인프라에 대한 실수요도 여전히 확대되고 있다. 실제 AI 금융 관련 뉴스가 발생한 후 시장 반응을 보면 안전자산 선호(미국 국채 금리&회사채 스프레드) 영향은 제한됐고 단기적이었다.

손실 전이 경로는 과거보다 복잡해졌다. BIS는 기업 간 선점 경쟁과 금융조달이 과잉투자를 유발하며, 투자 규모가 효율적 수준의 약 1.5~3배까지 커질 수 있다고 본다. IMF도 AI 주가 동조화와 기술 진부화 등이 파급력을 높인다고 본다.

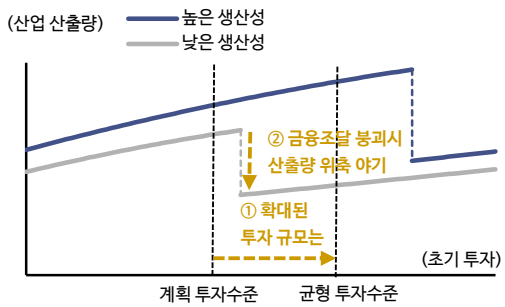
결론적으로, 순환금융의 지속 가능성은 그를 뒷받침하는 독립적인 최종 수요와 현금흐름이 결정한다. 수익성이 투자와 금융약정을 뒷받침하면 순환금융은 더 큰 규모의 투자를 일으키는 성장 레버리지로 작용한다. 그 반대는 회수 지연, 담보가치 하락, 금융지원 축소가 동시에 나타나 역레버리지로 전환될 수 있다. 순환금융의 위험은 투자 확대 자체보다 투자·금융을 뒷받침하던 현금흐름이 약해지는 순간 본격화될 수 있다. 그 외 BAAJA법 통과시 중소형 네오클라우드 비용 부담 상승이나 일부 사업자의 대중 규제 리스크 노출 등에 유의가 필요하다. 다만, AI 수요를 감안시 시스템리스크 전이보다는 사업 조정에 그칠 것으로 보인다.

안전자산 선호→국채 금리 하락&HY 금리 상승 동반. 시장 반응은 제한적



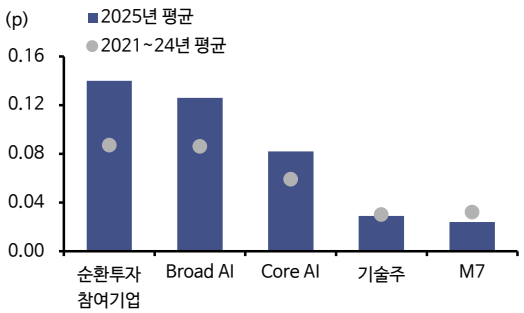
자료: LSEG, Macrotrends, 신한투자증권

투자 확대는 성장 연료인 동시에 금융 취약성↑



자료: BIS, 신한투자증권

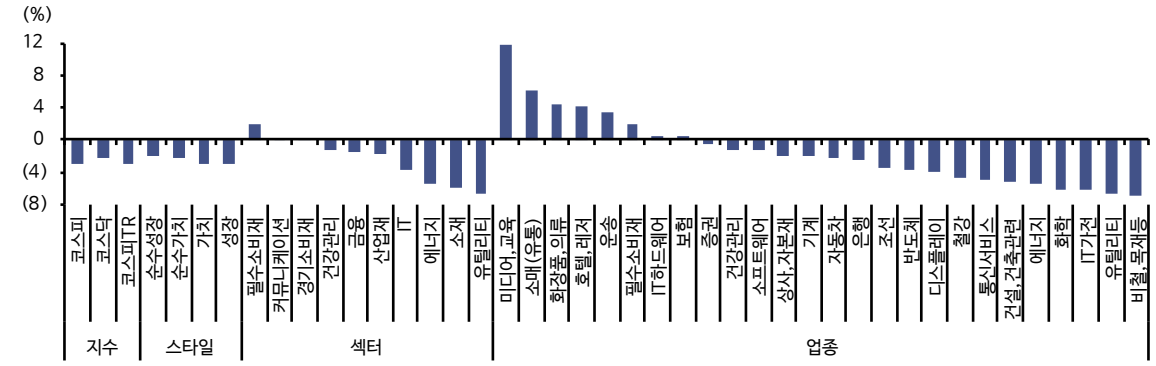
AI 순환금융의 높은 상관관계는 위험 확대 요인



자료: IMF, 신한투자증권

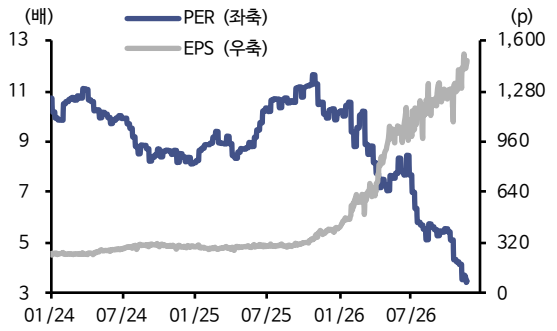
Weekly Snapshot

국내 주식시장 지수, 스타일, 섹터, 업종별 성과(11/16~19)



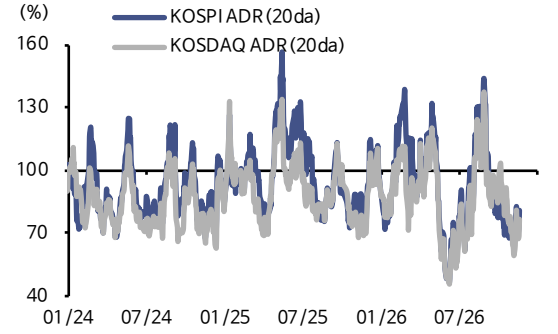
자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

KOSPI 12개월 선행 PER 및 EPS 추이



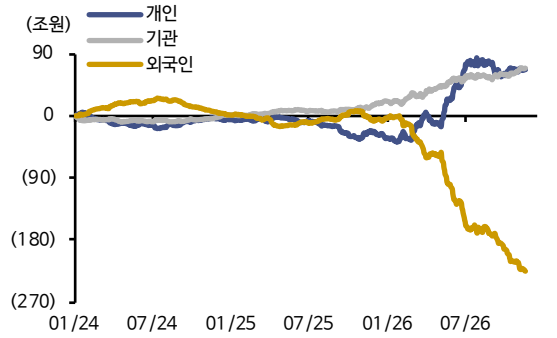
자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

주간 상승·하락 종목 비율(ADR)



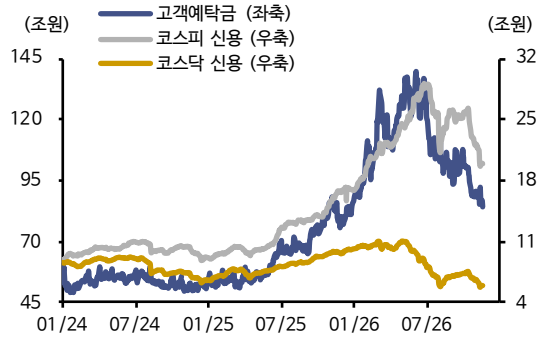
자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

KOSPI 투자주체별 누적 순매수대금



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

고객예탁금 및 신용잔고 추이



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 강진혁).
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.