

미국 이슈 코멘트

미국 기업 & 산업 | 2026.07.20



Analyst 강재구 jaekoo.kang@hanafn.com

Research Assistant 이재은 jaeeunlee@hanafn.com

Kimi K3와 코어워브 이슈, 과한 해석이다

AI 반도체들의 실적 훼손을 야기할 수 있는 근거는 약하다

- 7월 필라델피아 반도체 지수의 변동성 확대(-18.1%)는 4월부터 과하게 쏠렸던 수급 해소 과정이라고 판단한다. 최근 AI 반도체들의 투자심리를 약화시킨 악재(Kimi K3, 코어워브의 불리한 메모리 가격 매입 및 헤지 등)가 있는데, 실적 훼손을 야기할 수 있는 근거는 약하다고 판단한다. 중국의 문샷 AI가 개발한 Kimi K3는 ‘답시크의 재림’으로 보기 어려우며, 코어워브의 불리한 가격 정책과 헤지는 AI 반도체에 악재가 아닌 네오클라우드의 취약한 생태계 구조를 보여준 사례다.

1. Kimi K3: 답시크 충격으로 해석하면 과하다

- Kimi K3는 컴퓨터를 덜 쓰는 모델이 아니다. 가격은 내려가지 않았고 3~4배 비싸다. 2025년 1월 답시크 쇼크의 주요 내용은 가성비 뛰어난 중국산 AI 모델로 인한 칩 수요 감소였다. 종류 기술을 활용해 최고급 GPU 대비 제한된 사양의 칩으로도 프런티어급 AI 모델을 중국 기업에서 만들었다는 소식은 AI 반도체 기업들의 투자심리를 약화시켰다. 개방형 AI 모델 고도화에 따른 구독형 폐쇄 모델(OpenAI, 앤트로픽, 구글 등) 등의 수익성 악화 및 AI 인프라 투자 회수 시점의 지연 가능성 등이 거론되기도 했다. 투자 위축 우려로 이어졌을 가능성도 있다.
- 문샷 AI는 Kimi K3가 총 2.8조 파라미터의 모델이며, 출시 시점 기준 역대 최대 오픈웨이트 모델이라고 설명했다. 직전 최대였던 1.6조 파라미터 모델과 비교하면 약 1.8배 수준이다. LLM은 거대한 수식 덩어리다. 그 수식 안에 매우 많은 조절 가능한 값(가중치)들이 있다. 학습은 가중치를 데이터에 맞게 조금씩 조정하는 과정이다. 학습이 끝나면 모델이 아는 것(문법, 사실, 코딩 패턴, 추론 방식 등)이 숫자들의 배열로 저장돼 있다. Kimi K3는 조절한 값 2.8조 개를 포함하고 있다는 의미다.
- 파라미터는 저장과 연산 두 측면에서 하드웨어 용량을 차지한다. 파라미터 하나가 부동소수점 8~16비트(FP8~FP16) 기준 일반적으로 1~2 바이트 수준을 차지한다고 알려져 있다. 2.8조 개면 모델 크기만 2.8~5.6 테라바이트 수준이다. 모델을 CPU에서 활용하려면 HBM 용량은 더 많이 필요하다. 토큰을 생성할 때마다 관련 파라미터를 메모리에서 읽어와 연산을 해야 하기 때문에 메모리 대역폭과 연산량도 파라미터 수에 비례해서 증가한다. “역대 최대 파라미터”라는 의미는 “역대급으로 CPU와 HBM을 사용하는 모델”이란 의미로 해석할 수 있다.
- K3가 공개한 아키텍처는 MoE(Mixture of Experts) 구조다. 새로운 기술은 아니며, 구글은 MoE 핵심 기술을 대중화시키기도 했다. 파라미터를 늘리면서 연산 부담을 줄인 스위치 트랜스포머 등의 혁신 모델을 발표하기도 했다. MoE는 연산 효율화 기술이다. K3는 896개 전문가 중 토큰당 16개가 활성화된다고 했다. 2.8조 개의 파라미터를 매번 호출하는 게 아닌 파라미터를 896개의 전문가로 나누고 토큰마다 그중 16개만 골라 쓴다는 의미다. 실제 연산에 동원되는 파라미터가 적어 연산 비용은 저렴해지지만, 메모리가 절약되는 건 아니다. 토큰이 활용할 전문가를 알 수 없기 때문에 모든 파라미터를 보유하고 있어야 하기 때문이다. 연산을 절약하더라도 메모리 수요는 오히려 커질 여지가 있다.
- Kimi K3의 가격이 저렴한 것도 아니다. 문샷 AI는 Kimi K3의 API 가격을 100만 토큰당 입력 3 달러, 출력 15 달러로 책정했다. 전작인 Kimi K2.6은 100만 토큰당 입력 0.95 달러, 출력 4 달러였다. 인상 배수는 입력 3.2배(3/0.95), 출력 3.8배(15/4)다. 정가 기준 중국의 AI 모델 Qwen 3.7 Max의 API 가격은 100만 토큰당 입력 2.5 달러, 출력 7.5 달러(2026년 7월 20일 OpenRouter 기준 41% 할인, 100만 토큰당 입력 1.5 달러, 출력 4.4 달러)다. Qwen보다 K3의 성능이 높은 평가를 받고 있다는 점에서 중국 AI 모델도 성능이 올라가면서 비용이 증대된다는 것을 시사한다.

- Kimi K3가 미국의 AI 모델의 성능을 기반으로 중국의 인공지능 기술이 미국을 넘어섰다고 평가하는 것도 과한 해석이다. Kimi K3는 Arena(또는 LMArena)가 집계한 인공지능 순위에서 WebDev 부문 1위(1,679점)를 차지했지만, 그 외 부문에선 높은 평가를 받지 못했다. Text, Vision, Document, Text to Image, Image Edit, Image to WebDev, Search, Text to Video, Image to Video, Video Edit 등의 분야 상위엔 다 미국 기업들이 포진해 있다. Artificial Analysis의 벤치마크에서도 Intelligence Index, Coding Index, Agentic Index 등에서 최상위는 엔트로픽의 Fable 5와 OpenAI의 GPT-5.6 Sol 등 미국 프런티어 모델이 차지하고 있다. K3는 그 아래 Opus 4.8, GPT-5.5 등과 경합하는 수준이다.

2. CoreWeave의 메모리 가격 계약 및 헤지: 네오클라우드의 취약성을 보여주는 이슈

- CoreWeave의 메모리 가격 계약 및 헤지 관련 이슈는 아직 초기 논의고, 도구로서 성립하지 않는 검토다. 로이터는 익명의 소스를 통해 CoreWeave가 메모리 기업들과 맺은 장기공급계약에는 가격 하한선이 붙어있으며, 이를 헤지하기 위해 메모리 기업들 주식의 풋옵션 등을 논의했다고 보도했다. 마이크론 등과 맺은 장기공급계약(LTA)의 가격 하한선 아래로 메모리 가격이 하락할 가능성을 염두에 둔 행보일 수 있다는 시장참여자들의 걱정이 대두됐다.
- CoreWeave의 헤지 전략은 비합리적이라고 판단한다. DRAM 계약 가격 하락을 대비한 수단이 메모리 기업들의 주가라는 점에서 비효율적이다. DRAM은 원자재와 달리 선물 시장에 등록돼 있지 않다. 금융상품으로 헤지가 불가능한 DRAM을 메모리 가격이 하락할 경우 동조될 확률이 높은 메모리 기업들의 주가 하락 베팅으로 상쇄하겠다는 전략이다. DRAM 가격과 메모리 주가가 무조건 동조하는 것은 아니다. 메모리 가격이 계속 오르는 상황에서 최근 메모리 기업 주가 변동성 확대가 그 증거다. 항공사들이 유가 변동성을 정유사 주가로 헤지하지 않는 것과 같은 이유다.
- 비용 측면에서도 배보다 배꼽이 더 큰 상황이 발생할 수 있다. 최근 메모리 기업들의 주가는 급등락을 반복하고 있다. 내재변동성이 매우 높아진 상황이기 때문에 비용도 커졌을 것이다. 실물 DRAM과 메모리 주가 변동의 차이도 문제다. 예를 들어 메모리 반도체 가격이 30% 하락하더라도 주가는 그 절반만 하락한다면 프리미엄은 실제 손실의 절반밖에 안 나올 것이다. 괴리를 해결하기 위해 풋옵션의 익스포저를 확대해야 한다. 변동성이 커질수록 보험료 총액이 처음 막으려던 손실의 기댓값과 비슷한 크기가 될 수도 있다. 리스크 이전이 아닌 손실을 확정하고 선납하는 것과 같다.
- 가격 하한 계약과 헤지 등은 AI 반도체 수요나 메모리 사이클 등에 대한 문제는 아니라고 판단한다. 자본력이 취약한 네오클라우드 기업들은 부채를 통해 컴퓨팅 용량을 확보해 AI 기업들에게 임대해준다. 문제는 고객들이 부담하는 요금은 고정돼 있으나, 임대용 인프라 구축 비용은 변동 가능하다는 점이다. 로이터의 보도는 메모리 가격이 하락해도 고정된 하한가로 사야 하는 상황을 보여주는 것이다. 임대료가 떨어지고 가동률이 나빠지면 수익성 악화가 극심해질 수 있다. 로이터의 보도는 네오클라우드 기업들의 구조적 취약성을 보여주는 사례이며, AI 반도체 편편멘털 훼손으로 해석하는 것은 과하다.

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(강재구)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2026년 7월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(강재구)는 2026년 7월 20일 현재 해당회사의 유가증권유 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.