



[반도체]

미국과 소련은 ROI가 나와서 달에 다녀왔나?

■ Executive Summary

1. 중국 AI 모델의 경쟁축이 저가 공세에서 성능 경쟁으로 이동
2. 엔비디아와 6개 대형 금융회사의 5,000억 달러 협력은 AI 인프라의 자금원을 빅테크의 자체 현금흐름에서 글로벌 장기자본으로 확장하는 시도
3. SEC는 특정 데이터센터 유동화 구조를 전통적인 ABS 규제 대상에서 제외하는 해석을 내놓으며 자금조달의 제도적 마찰을 낮춤
4. 0의 시선 — 패권경쟁 앞에서 ROI 논쟁은 후순위, 과거 미국과 소련이 달 탐사의 ROI가 아니라 패권경쟁 때문에 우주 경쟁에 나섰듯, 중국의 추격은 미국 AI 투자 가속화한다. 여기에 금리 인상 가능성 하락과 금융·제도적 지원이 더해지면서 AI 투자의 지속기간은 길어지고 반도체 주가의 재평가 조건도 강화되고 있음

1. 만만치 않은 중국의 공세 — 가격전에서 성능전으로

중국 AI 모델의 위협은 단순히 가격이 싸다는 데 있지 않다. 이제는 가격을 올릴 수 있을 만큼 성능과 수요가 높아졌다는 점이 더 중요하다. 2026년 8월 12일부터 14일까지 글로벌 AI 모델 경쟁은 다시 급격히 가열됐다. 미국에서는 Grok 4.6이 출시됐고, 중국에서는 DeepSeek-V4-Pro가 정식 공개됐다. Z.ai도 사이버보안 성능을 강화한 GLM-5.3을 발표하고 공개 가중치 배포를 예고했다. Artificial Analysis 평가에서 Grok 4.6은 종합지능지수 61점을 기록해 GPT-5.6 Sol과 같은 수준에 올랐으며, DeepSeek-V4-Pro는 53점으로 미국 최상위 폐쇄형 모델에는 뒤처졌지만 비교 가능한 오픈웨이트 모델의 중간값인 27점을 크게 웃돌았다.

중국의 경쟁력은 특정 기업 한 곳에 국한되지 않는다. Arena WebDev 리더보드에서 Kimi K3 Max는 전체 2위, GLM-5.2 Max는 9위, DeepSeek-V4 Flash는 10위에 올랐다. Tencent의 HY3, Z.ai의 GLM-5.1, Moonshot의 Kimi K2.6도 30위권에 진입했다. 상위 30위 안에서 공개 가중치 또는 비독점 라이선스로 분류되는 모델이 모두 중국계라는 점은 중국 오픈웨이트 생태계가 DeepSeek 하나의 돌풍을 넘어 다수 기업의 경쟁체제로 확장됐음을 보여준다.

[IT]
최보영 연구위원

3771-9724
20190031@iprovest.com



경쟁의 축도 달라지고 있다. 중국 기업들은 과거 압도적인 저가 정책을 통해 사용자와 개발자를 모았지만, 최근에는 에이전트·코딩·도구 호출 성능을 개선한 뒤 가격을 인상하기 시작했다. DeepSeek는 8월 17일부터 V4-Pro의 피크 시간 출력가격을 기존 100만 토큰당 0.87달러에서 3.96달러로 약 4.6배 높인다. 비수기에는 피크 가격의 절반을 적용하지만, 초저가 전략에서 수요와 성능에 기반한 수익화 전략으로 이동했다는 변화는 분명하다.

중국 모델의 가격 인상은 경쟁력 약화가 아니라 가격결정력의 등장으로 해석할 필요가 있다. 중국 기업들은 가격전쟁으로 사용자를 확보하고, 오픈웨이트 전략으로 개발자 생태계를 넓힌 뒤, 이제 성능과 수익성을 함께 확보하는 ‘지능전쟁’으로 이동하고 있다.

미국 정책권의 긴장도 높아지고 있다. 미국 공화당의 짐 뱅크스 상원의원은 중국 오픈웨이트 모델에 대한 미국 기업의 의존도가 높아질 수 있다며, 미국산 오픈웨이트 모델에 대한 정책적 지원과 중국 기업의 첨단 반도체 접근 제한을 촉구했다. 미국이 여전히 최상위 폐쇄형 모델에서 앞서 있지만, 개발자가 자유롭게 내려받고 수정할 수 있는 오픈웨이트 생태계에서는 중국의 영향력이 빠르게 커지고 있다는 판단이다.

중국의 전략은 미국의 최고 모델을 당장 추월하는 데만 있지 않다. 전 세계 기업과 개발자가 사용하는 기본 모델과 파생 생태계의 점유율을 확보하는 것에 더 가깝다. 최고 성능 모델의 순위는 몇 달마다 바뀔 수 있지만, 개발도구와 파인튜닝 방식, 기업 내부 시스템이 특정 모델을 중심으로 구축되면 생태계는 쉽게 이동하지 않는다.

중국이 미국을 압박하는 지점도 바로 여기에 있다. 미국이 프런티어 모델의 성능 상단을 지키는 동안 중국은 오픈웨이트 모델의 중단과 상단을 동시에 채우고 있다. 미국이 초조해지는 이유는 중국이 더 이상 단순히 싼 모델을 만드는 국가가 아니기 때문이다.

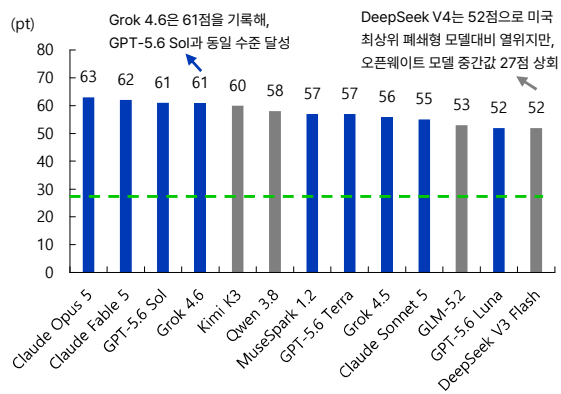


[도표 1] AI models rankings

Rank	Rank Spread	Model	Score	Votes	Price\$/M
1	1~2	Claude Opus 5 Max	1,692	6,448	\$5/\$25
2	1~4	Kimi k3 max	1,674	4,546	\$3/\$15
3	2~4	Qwen 3.8 max	1,667	2,855	\$2/\$6
4	2~4	Claude Opus 5 high	1,663	7,334	\$5/\$25
5	5~7	Grok 4.6 high	1,631	1,513	\$2/\$6
6	5~7	Claude Fable 5	1,627	7,867	\$10/\$50
7	5~7	GPT 5.6sol xhigh	1,622	8,595	\$5/\$30
8	8~11	Gemini 3.7 flash high	1,587	2,543	\$0.75/\$3.57
9	8~11	Glm 5.2 max	1,585	8,142	\$1.40/\$4.40
10	8~12	Deepseek V4 pro high	1,584	2,180	N/A

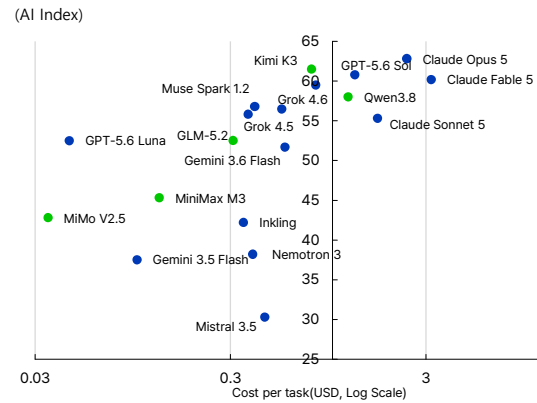
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 주요 AI 모델의 추론 성능 비교



자료: artificial analysis, 교보증권 리서치센터. 주: 중국 Model 회색 음영

[도표 3] AI 모델별 성능 및 추론 비용 비교



자료: artificial analysis, 교보증권 리서치센터. 주: 중국 Model 초록 음영



2. 엔비디아·금융권 5,000억달러 연합 — 미국의 총공세가 시작됐다

중국이 모델과 오픈웨이트 생태계로 압박하자 미국은 또 하나의 모델이 아니라 자본시장 전체를 동원하기 시작했다.

엔비디아는 아폴로, 블랙록, 블랙스톤, 브룩필드, 골드만삭스, KKR과 함께 AI 컴퓨팅 금융 플랫폼을 구축하고, 장기간에 걸쳐 5,000억 달러 이상의 제3자 자본을 동원하겠다고 발표했다. 이는 6개 금융회사가 하나의 5,000억 달러 펀드에 즉시 출자한다는 의미가 아니다. 각 금융회사와 독립적인 플랫폼을 만들고 연기금·보험사·국부펀드·사모신용·채권시장의 자금을 엔비디아 기반 AI 인프라로 연결하려는 계획이다.

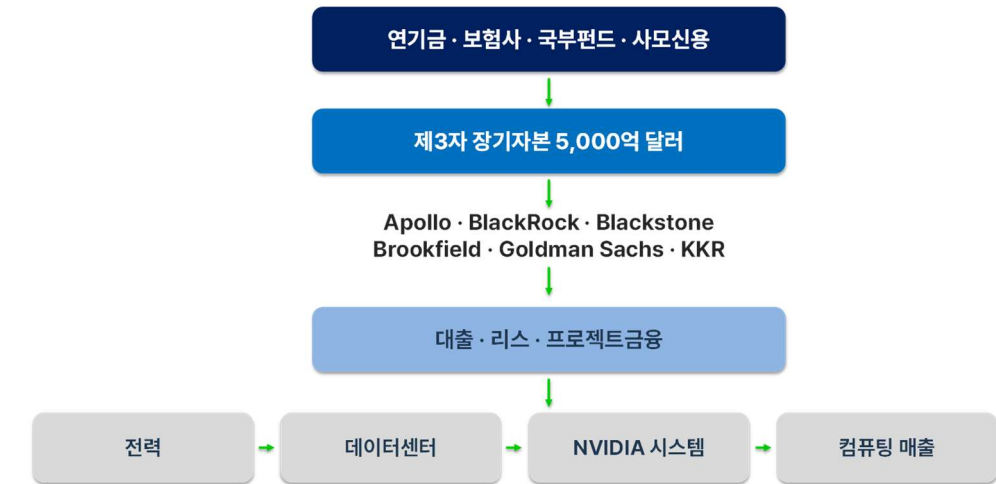
이번 연합의 핵심은 엔비디아 GPU를 단순한 기술 장비가 아니라 장기 현금흐름을 생산하는 투자 가능한 인프라 자산으로 재정의하는 데 있다. AI 데이터센터가 여러 고객에게 컴퓨팅을 판매하고, 특정 고객이 이탈하더라도 다른 고객에게 GPU를 재임대할 수 있다면 금융기관은 해당 시설과 장비에 담보가치를 부여할 수 있다.

각 참여자의 역할도 명확하다. 엔비디아는 GPU·네트워크·CUDA를 포함한 기술표준을 제공한다. 브룩필드는 전력과 데이터센터를 건설하고 운영한다. 골드만삭스는 대출·채권·사모자본의 구조를 설계하고 글로벌 투자자에게 자금을 유통한다. 블랙록과 아폴로, 블랙스톤, KKR은 보험사·연기금·인프라펀드의 장기자본을 연결한다.

과거 AI 투자는 마이크로소프트·아마존·알파벳·메타와 같은 빅테크의 영업현금흐름과 회사채 발행에 크게 의존했다. 앞으로는 장기 컴퓨팅 사용계약을 기초로 별도의 프로젝트금융을 조성하고, 완공된 데이터센터의 현금흐름을 장기채권으로 전환할 수 있다. AI 인프라 투자의 자금원이 개별 기업의 대차대조표에서 글로벌 자본시장으로 확대되는 것이다.

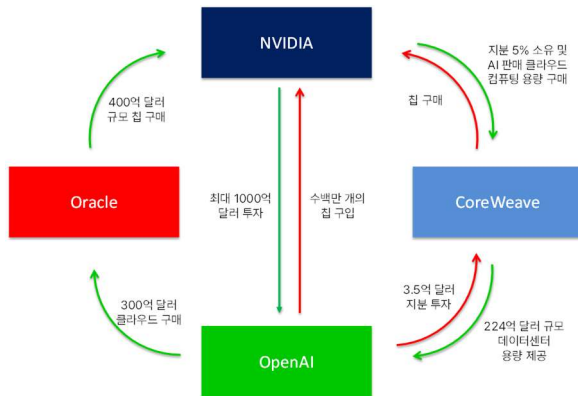


[도표 4] 엔비디아가 직접 부담하던 자본과 위험을 월스트리트의 장기자본으로 확장 · 분산하는 단계



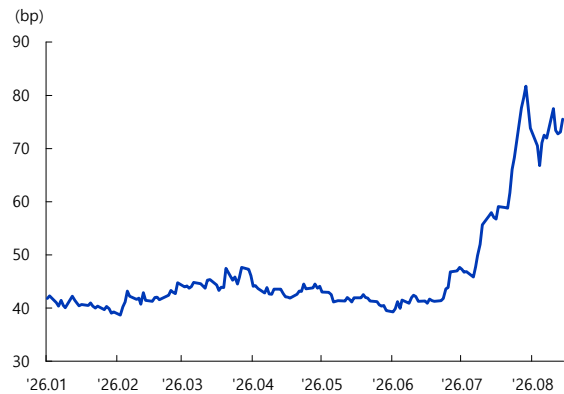
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 5] 엔비디아가 직접 고객을 지원한 순환거래 구조



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 6] 엔비디아 5년물 CDS 프리미엄



자료: 교보증권 리서치센터



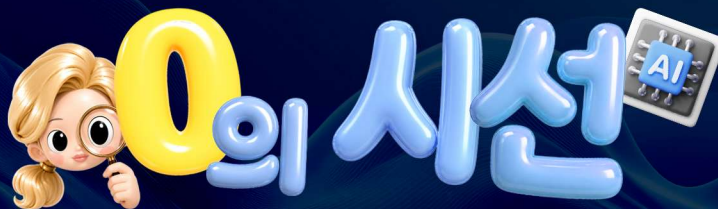
3. 데이터센터 ABS 규제 완화 — 자본시장 배관까지 열었다

미국은 데이터센터 건설에 필요한 자본을 모으는 데 그치지 않고, 해당 자본이 더 쉽게 회전할 수 있도록 금융규제의 마찰도 낮추기 시작했다.

SEC 기업금융국은 2026년 7월 29일 특정 구조의 데이터센터 유동화증권이 1934년 증권거래법에 서 정의하는 자산유동화증권, 즉 Exchange Act ABS에 해당하지 않는다는 유권해석을 내렸다. 데이터센터는 자동차 대출이나 주택담보대출처럼 상환 과정에서 소멸하는 자기청산형 금융자산이 아니라, 채권이 상환된 이후에도 계속 운영되고 현금흐름을 창출하는 실물 운영자산이라는 판단이다.

시장에 미치는 실질적인 영향은 크다. 데이터센터 유동화 시장은 법적 불확실성을 피하기 위해 전통적인 ABS에 적용되는 일부 규정을 보수적으로 준수해왔다. 이번 해석으로 동일한 구조의 거래에서는 발행사가 신용위험의 5%를 의무적으로 보유하도록 하는 위험보유 규정, 이해상충을 제한하는 Rule 192, 환매 요구와 제3자 실사 관련 공시 규정 등을 자발적으로 적용할 필요성이 줄어들었다. 발행구조가 단순해지고 법률·공시 비용도 낮아질 수 있다. 토지·건물·전력·냉각·통신망·운영계약을 함께 보유한 특수목적법인이 발행하는 채권에는 자본조달 구조를 더 유연하게 설계할 수 있는 길이 열렸다.

시장 규모도 이미 빠르게 커지고 있다. JLL에 따르면 2026년 상반기 데이터센터 관련 SASB·CMBS·ABS 발행액은 170억 달러로 전년 대비 29% 증가했다. 현재 진행 중인 건설 프로젝트가 완공 단계로 이동하면서 향후 30개월 동안 7,000억 달러 이상의 장기·영구금융 수요가 발생할 것으로 예상된다.



[도표 7] SEC 해석 전후 비교

구분	기존 시장의 보수적 접근	2026년 7월 SEC 해석 이후
법적성격	데이터센터 유동화를 ABS와 유사하게 취급	특정 구조는 Exchange Act ABS가 아니라고 판단
기초자산	대출·리스와 유사한 금융자산으로 볼 가능성	상환 후에도 존재하고 영업을 계속하는 자산
위험보유	5% 위험보유 규정 등을 보수적으로 고려	ABS 전용 규정의 적용 대상에서 벗어날 여지
의미	구조 복잡화·법률비용 증가	유동화 설계의 유연성과 자본 회전성 확대
적용범위	광범위한 불확실성	질의서에 제시된 사실관계에 한정
CMBS	별도 검토	기존 규제 유지

자료: 교보증권 리서치센터



0의 시선. 미국과 소련은 ROI가 나와서 달에 다녀왔나?

이제 AI 데이터센터의 단기 ROI를 둘러싼 논쟁은 끝내도 된다. 중국과의 경쟁이 투자 지속성을 높이고, 금리 부담은 낮아졌으며, 월스트리트와 정부가 자금조달 통로까지 넓히기 시작했다. 미국과 소련은 ROI가 나와서 달에 다녀온 것이 아니다. 뒤처졌을 때 치러야 할 비용이 투자비용보다 컸기 때문에 갔다. 그것은 바로 '패권'이다. AI 투자가 계속될 이유는 충분하고, 이를 막던 금융의 병목도 풀리고 있어 반도체 주가가 다시 오를 차례다.

중국 오픈웨이트 모델의 경쟁력이 빠르게 높아지면서 미국은 AI 인프라 투자를 늦출 수 없는 상황에 들어섰다. DeepSeek·Kimi·GLM 등 중국 모델은 저가 경쟁을 넘어 코딩과 에이전트 성능에서도 미국 최상위 모델을 추격하고 있다. 미국이 투자수익률을 검증하는 사이 중국이 모델과 개발자 생태계를 선점할 수 있다는 위기감이 커지고 있다.

동시에 AI 투자를 압박했던 금리와 자금조달 환경도 개선되고 있다. 물가 안정으로 추가 금리 인상 가능성이 낮아졌고, 엔비디아는 6개 대형 금융회사와 5,000억 달러 이상의 장기자본을 AI 인프라에 연결하는 플랫폼을 발표했다. SEC도 데이터센터 유동화의 규제 불확실성을 낮추며 민간자본이 AI 인프라에 유입되고 다시 회수될 수 있는 통로를 넓혔다.

과거 미국과 소련의 우주 경쟁도 개별 프로젝트의 ROI에서 출발하지 않았다. 소련의 스푸트니크 발사는 미국에 기술 패권을 빼앗길 수 있다는 충격을 줬고, 미국은 단기 수익성이 불확실한 상황에서도 막대한 자본을 우주·반도체·통신·소프트웨어에 투입했다. 달 착륙 자체에서 현금흐름이 발생해 서가 아니라, 뒤처질 경우 군사·산업·기술 표준 전체를 잃을 수 있었기 때문이다. AI도 같은 단계로 진입하고 있다. 중국의 추격이 빨라진 상황에서 미국은 데이터센터 한 곳의 수익성이 완전히 증명될 때까지 투자를 미룰 수 없다. AI 인프라는 기업의 선택적 설비투자가 아니라 국가의 기술 주도권과 산업표준을 결정하는 기반시설로 바뀌고 있다.



■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자: 2026.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.7%	4.6%	0.7%	0.0%

【 업종 투자의견 】

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

【 기업 투자기간 및 투자등급 】 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되거나 불확실성 높은 경우