

글로벌 전략

글로벌전략 담당 김효진, Ph.D.
kim.hyo-jin@shinyoung.com

마르는 돈줄, 트이는 AI(2)

분석의 기본가정

- 서서히 마르는 유동성 속에서도 AI로는 자금길이 열리고 있음. 엔비디아와 블랙록이 주도하는 AI 컴퓨팅 금융, 네오클라우드 등으로 자금이 쏠리는 초기 수혜 국면 진입
- 빠른 칩 감가상각, 소수 적자 차입자 집중, 공급자 순환성 등 중기적 리스크가 존재하나, 과거 MBS 방식을 이식해 AI 기업들이 선제 투자를 집행하는 지속케 할 것

빡빡해지는 유동성 속 홀로 트이는 AI 자금 물길

글로벌 시장 내 시중 유동성이 점차 타이트해지고 장기 국채 금리 상승이 이어지는 환경 속에서도, AI 산업으로 향하는 자금길은 오히려 열리고 있다. 엔비디아는 블랙록, 아폴로, KKR, 골드만삭스 등 금융사들과 5,000억 달러 규모의 'AI 컴퓨트 인프라 금융 플랫폼'을 출범시키며 자금 유입의 물꼬를 텃다. 엔비디아가 칩 잔존가치의 최대 25%를 보존해 주는 백스톱(backstop) 신용보강을 제공하고 주요 사모펀드와 연기금이 참여함에 따라 자금 조달의 문턱이 낮아질 것이다. 코어위브, 네비우스 등 상장 네오클라우드 기업들의 매출이 폭발적으로 증가하는 상황과 맞물리며 AI 인프라 구축으로 자금이 집중되는 수혜 국면이 전개될 것이다.

MBS의 성공 방식을 이식한 '칩 기반 증권(Chip Based Securities)'

이러한 금융 구조는 1980년대 금융시장의 지형을 바꾼 주택담보증권(MBS)의 구조를 AI 분야에 그대로 이식한 칩 기반 증권(CBS, Chip-Based Securities)'에 해당한다. 과거 MBS가 주택 대출 현금흐름을 묶어 증권으로 팔아 외부 자본을 끌어왔듯, CBS는 GPU와 데이터센터 임대료에서 발생하는 장기 현금흐름을 기초자산으로 부채 증권을 구조화하여 연기금과 보험사 등 장기 투자자에게 유통한다. 과거 MBS 시장의 개척자였던 래리 핑크 블랙록 회장이 이번 플랫폼에도 핵심 파트너로 참여하며 이 구조를 'MBS의 속편'으로 규정한 점도 눈에 띈다. 은행이나 기업의 장부에 자금을 묶어두는 대신 금융시장에서 자본을 회수하는 유통형 구조를 통해, AI 기업들은 주식 가치를 희석하지 않고도 대규모 선제 투자를 집행할 수 있게 되었다.

잠재된 중기 리스크와 자금집중의 향방

다만, MBS의 역사가 증명하듯 구조적 리스크에 대한 경계감도 존재한다. 주택과 달리 GPU는 3~5년 수준으로 빠른 감가상각과 세대교체가 일어나 담보가치가 급속히 감소할 수 있으며, 차입자가 소수의 적자 기업에 집중되어 있고 공급자인 엔비디아가 자금을 대고 칩을 파는 순환금융적 성격을 띠는 한계가 있다. 더욱이 고금리 환경 지속 시 적자 차입자들의 신용 위험이 먼저 불거질 수 있다. 그럼에도 불구하고 당장은 심사 기준이 완화되고 자금이 도는 초기 순기능 국면에 서 있으며, 제한된 유동성 속에서 투자자들은 가장 확실한 에이스인 AI 분야를 최우선 순위에 두고 있다. 중기적인 과열 및 담보 붕괴 리스크를 주시해야 하지만, 당분간 자금의 거대한 물길은 AI를 향해 열릴 전망이다.

AI는 어떻게 돈을 풀었나

칩이 담보가 되는 'AI 컴퓨팅 금융'의 등장

1편에서 우리는 정책금리를 내려도 시중 유동성이 점차 타이트해지는 이유를 짚었다. 그렇다면 자연스러운 다음 질문은 이것이다. 그동안 시장을 이끌어 온 AI에 들어갈 돈도 함께 마르는 것 아닌가.

그런데 바로 이 대목에서, 돈줄이 조여드는 와중에도 유독 AI로만은 새로운 자금의 물길이 열리기 시작했다. 2026년 8월, 엔비디아는 아폴로·블랙록·블랙스톤·브룩필드·골드만삭스·KKR 여섯 곳과 함께 'AI 컴퓨트 인프라 금융 플랫폼'을 세우고, 5,000억 달러가 넘는 제3자 자본을 동원하겠다고 발표했다.

아직은 MOU 성격의 상징적인 이벤트로 이 5,000억 달러가 이미 집행된 돈이 아니라 앞으로 끌어모으겠다는 '목표치'이나, AI로의 자금 유입의 물꼬를 텃다는 점에서 주목할 필요가 있다.

도표 1. AI 인프라 금융



자료: 언론보도 종합, 신영증권 리서치센터

돈은 어떤 구조로 흐르나

그렇다면 이 자금은 어떤 구조로 움직이는가. 순서로 풀면 이렇다.

먼저 여섯 운용사가 세운 금융 플랫폼(펀드·특수목적기구)이 보험·연기금 등에서 자본을 모아 GPU와 데이터센터 인프라를 사들인다. 그 인프라를 프론티어 AI 랩과 AI 클라우드 기업이 빌려 쓰거나 장기 사용 계약을 맺으면, 임대료 형태의 현금흐름이 발생한다.

아폴로·KKR 같은 사모 크레딧 운용사는 이 현금흐름을 기초로 '부채(증권)'를 구조화하고, 골드만삭스가 그 증권을 인수·유통해 '엔비디아 컴퓨트를 기초자산으로 한 신용시장'을 만든다. 최종적으로 이 증권을 사는 것은 보험사와 연기금이다. 이들은 수십 년 뒤에 보험금·연금을 지급해야 하는 장기 부채를 지고 있어, 그 만기에 맞춰 오래 안정적으로 현금이 들어오는 자산을 찾는데, 데이터센터의 장기 임대료 흐름이 바로 그 수요에 들어맞기 때문이다.

엔비디아는 GPU와
소프트웨어 공급,
신용보강 역할도 수행

엔비디아의 역할은 두 가지다. 하나는 GPU와 소프트웨어라는 실물·생태계를 대는 것이고, 다른 하나는 자사 칩을 '투자 가능한 자산'으로 만드는 신용보강이다. 보도에 따르면 엔비디아는 금융 만기 시점에 칩의 중고가치가 예상을 밑돌 경우 그 부족분의 일부를 거래별로 최대 25%까지 대신 메워주기로 했다.

이처럼 손실을 일정 한도까지 받쳐주는 안전장치를 백스톱(backstop)이라 하는데, 과거 MBS 시대에 패니메이·프레디맥 같은 정부보증기관이 했던 신용보강의 역할을, 이번엔 엔비디아의 잔존가치 백스톱이 대신하는 셈이다.

데자뷰 : 40년 전, 주택에서 시작된 일

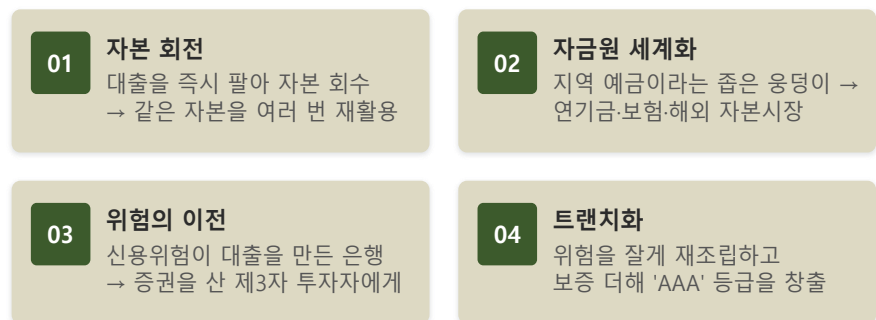
이 구조가 낯설지 않은 이유는, 우리가 이미 40년 전에 거의 같은 장면을 봤기 때문이다.

바로 MBS, 주택담보증권이다. 한 가지 정확히 짚을 것은, MBS가 집 자체를 담보로 한 증권이 아니라는 점이다. 정확히는, 집을 담보로 내준 대출, 즉 모기지를 수백·수천 건 묶어, 그 대출에서 나오는 원리금 상환 현금흐름을 잘게 나눠 판 증권이다.

집은 어디까지나 대출의 담보일 뿐, 증권으로 팔리는 것은 대출과 그 현금흐름이다. 그전 까지 은행은 한번 내준 대출을 만기까지 안고 갔지만(보유형), 증권화가 등장하면서 대출을 곧바로 증권으로 만들어 팔고 자본을 회수하게 됐다(유통형).

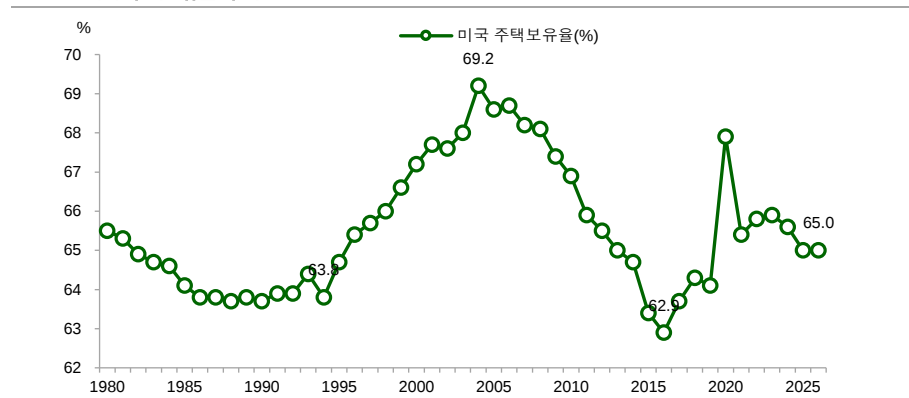
대출이 은행 장부에 묶이지 않고 시장에서 유통되자 자금원이 지역 예금에서 연기금·보험·해외 자본으로 넓어졌고, 신용위험도 대출을 만든 은행이 아니라 증권을 산 제3자에게 넘어갔다. GPU 리스 현금흐름을 묶어 증권으로 파는 컴퓨팅 금융과, 구조가 겹친다.

도표 2. 보유형 대출 → 유통형 대출 : 증권화가 만든 구조 전환



자료: 신영증권 리서치센터

도표 3. 미국 주택보유율 추이



자료: FRED, 신영증권 리서치센터

축복이 저주가 되기까지

MBS는 처음엔 분명한 축복이었다. 외부 자본이 모기지 시장에 수혈되자 자금 공급이 늘어 모기지 금리가 낮아졌고, 대출 문턱이 낮아지면서 집을 살 수 있는 사람이 늘어 주택보유율이 올라갔다.

여기에 집값까지 꾸준히 오르자, MBS는 ‘위험은 낮는데 수익은 괜찮은’ 투자로 여겨졌다. 문제는 바로 그 성공이 심사 기준을 스스로 느슨하게 만들었다는 데 있다. 손실 위험이 낮아 보이니, 팔 물량을 계속 확보하려는 경쟁 속에서 대출이 신용도가 낮은 차주, 이른바 ‘서브프라임(subprime)’에게까지 확대된 것이다.

집값이 오르는 동안에는 이 확대가 정당화됐다. 담보인 집값이 오르니 더 많이 빌려줘도 안전해 보였고, 늘어난 대출이 다시 주택 수요를 밀어 올려 집값을 더 높이는 자기강화 고리가 돌아갔다.

그러나 어느 순간 집값 상승이 멈추자 이 고리는 역방향으로 작동했다. 상황이 어려운 서브프라임 차주부터 연체·압류가 늘었고, 담보인 집값이 꺾이면서 그 대출로 만든 MBS가 부실해졌으며, 그 증권을 대량 보유한 금융회사들이 무너진 것이 2008년 금융위기다.

같은 구조, 그리고 같은 설계자

지금도 중심에 서 있는
래리 핑크

흥미로운 대목은, 40년 전의 그 MBS 구조를 거의 그대로 AI에 옮겨온 것이 지금의 컴퓨팅 금융이고, 그 중심에 당시와 동일한 인물이 다시 있다는 점이다. 블랙록의 래리 핑크다. 그는 MBS를 발명한 사람은 아니지만, 1980년대에 초기 MBS와 CMO(모기지 증권을 위험 등급별로 잘게 나눈 구조) 시장을 키운 개척자다.

그런 그가 이끄는 블랙록이 이번 엔비디아 컴퓨팅 금융 플랫폼의 여섯 핵심 파트너 가운데 하나로 다시 이름을 올렸고, 핑크 본인도 이 구조를 두고 “MBS가 수십 년 전 주택·금융시장을 바꿔놓았던 그 장면의 속편(page 2)이자, 금융공학의 새 지평”이라고 규정했다. 그래서 이 컴퓨팅 금융은, MBS에 빚댄다면 ‘칩 기반 증권(CBS·Chip-Based Securities)’쯤 될 것이다.

다만 여기엔 묘한 아이러니가 있다. 설계자 스스로가 끌어온 그 MBS라는 비유가, 정작 우리에게선 그리 좋은 기억이 아니기 때문이다. MBS는 서브프라임 사태로 끝이 좋지 않았고, 그래서 MBS의 속편이라는 자기소개는 곧바로 '그럼 이번에도 끝이 나쁜 것 아니냐'는 우려를 함께 불러온다. 이 우려가 근거가 있는지는, 두 구조가 어디서 같고 어디서 갈리는지를 뜯어봐야 판단할 수 있다.

똥은 뵈대, 다른 살

MBS와의 공통점

그렇다면 MBS와 CBS는 얼마나 같고, 어디서 갈라지는가. 뵈대는 놀랄 만큼 똥똥했다. 실물에서 나오는 현금흐름을 증권으로 바꾸고, 그 위험을 대출을 일으킨 주체가 아니라 증권을 산 제3자에게 넘기며, 마지막에 신용보강 장치를 덧댄다는 점이 같다.

세가지 차이

차이는 크게 세 갈래다.

먼저 AI 인프라 금융 즉, CBS에 유리한 쪽도 있다. 담보 회수가 그렇다. 주택은 압류와 매각에 수개월이 걸리지만, GPU 컴퓨트는 한 차입자가 무너져도 다른 수요처로 재배분 하기가 상대적으로 쉬워 회수가 빠르고 유연하다.

반면 마음에 걸리는 부분도 있다.

빠른 감가상각

첫째, 담보의 수명이다. 주택은 수십, 혹은 수백년도 사용하지만, GPU는 3~5년이면 다음 세대 칩에 밀려 값이 하락한다. 실제로 젠슨 황은 칩의 수명이 10년에 이르고 임대료도 오른다고 주장하지만, 마이클 버리는 2~3년인 (향후 1년까지 단축되는) 신제품 교체 주기 탓에 5~7년 수명 가정은 과도하다고 반박한다. 물론 구형 칩을 써도 되는 수요가 사라지는 것은 아니다. 다만 최첨단 성능이 필요한 프론티어 수요일수록 최신 사양을 고집하기 때문에, 구형으로 밀린 칩의 담보가치는 예상보다 빠르게 깎일 수 있다.

차입자의 분산

둘째, 차입자의 분산이다. MBS의 차입자는 소득·신용 기록을 가진 수백만 개인이었지만, CBS의 차입자는 소수의 대형 플레이어에 집중돼 있고 상당수가 아직 적자다.

신용 보강의 강도

셋째, 신용보강의 강도다. MBS 가운데 정부보증기관(패니메이·프레디맥)이 발행한 물량은 원리금 지급을 사실상 정부 신용으로 보증받아 최고 등급을 얻었다. 다만 정작 2008년 위기의 진앙이 된 것은 이런 보증이 없던 민간 발행 MBS였다는 점은 기억해 둘 필요가 있다. 어느 쪽이든, 엔비디아의 백스톱은 거래별 최대 25%의 부분 보전에 그치고 나머지 손실은 결국 증권을 산 투자자의 몫이라는 점에서, 보강의 강도가 정부 보증과는 다르다.

순환 구조라는 그림자

마음에 걸리는 것은 하나 더 있다. 수요의 독립성이다. 집은 그 집에 살려는 실수요자가 따로 존재하지만, AI 인프라에서는 공급자인 엔비디아가 고객(오픈AI·네오콜라워 등)에 지분을 투자하거나 자금을 대고, 그 고객이 다시 엔비디아 칩을 사는 구조가 얹혀 있다.

모건스탠리는 이번 플랫폼의 자본 대부분이 엔비디아가 아니라 제3자(연기금·보험)에서 나오는 만큼, 순환에 대한 우려가 이전보다는 완화된다고 평가했지만, 일각에서는 순환 금융의 확장판이라는 비판이 나오는 이유다. 수요의 상당 부분을 공급자가 스스로 만들어내고 있는 것 아니냐는 것이다.

도표 4. MBS와 AI 인프라 금융의 공통점과 차이점

공통점		
- 실물자산의 증권화 - 위험을 제3자에 이전 - 신용보강 장치 (Fannie Mae, Freddie Mac 등 보증 ↔ 엔비디아 25%)		
항목	MBS (주택담보증권)	CBS (칩기반증권)
기초자산	주택 (부동산 현금흐름)	GPU 컴퓨트 (AI 인프라 매출)
담보 감가	완만·때로 상승, 수십 년	급속·세대교체, 3~5년
차입자 분산	수백만 개인으로 분산	소수 대형 (프론티어 AI Lab, 네오클라우드)
현금흐름 검증	개인 소득·신용 기록 존재	미검증, 주요 차입자 상당수 적자
수요 독립성	집을 사려는 실수요자 존재	공급자가 고객에 자금 연결 (순환)
담보 회수	압류·매각에 수개월	컴퓨터 재배포 가능 (유동적)

자료: 언론보도 종합, 신영증권 리서치센터

누가 빌리나. 참여자별로 보면

그렇다면 이 자금 물길에서 각 참여자는 어떤 위치에 서 있는가. 넷으로 나눠 보면 그림이 분명해진다.

· 엔비디아 : 생태계를 넓히는 쪽이다. 칩 수요를 스스로 창출하는 한편, 순환금융에 집종돼 있던 위험의 일부를 잔존가치 백스톱으로 떠안되, 대부분은 제3자 자본으로 넘긴다.

· 네오클라우드 : 대표적인 차입자다. 자체 신용이 약해 GPU를 문자 그대로 담보로 잡히고 자금을 빌린다. 담보인 칩값이 꺾이면 곧장 추가 담보를 요구받는 마진콜 위험에 놓인다. MBS의 서브프라임과 가장 닮은 자리다.

· 프론티어 AI 랩 : 미래의 컴퓨터 사용·매출을 약속한 장기 계약을 담보 삼아 자금을 끌어온다.

· 하이퍼스케일러(MS·구글·아마존) : 아직은 한쪽에 비켜서 있다. 칩을 담보로 잡히기보다, 우선은 회사채 발행과 증자, 자체 현금흐름으로 자금을 조달하고 있다. 최우량 신용을 갖춰 굳이 칩을 담보로 내걸 필요가 없기 때문이다. 다만 자기 돈만으로 충분하던 지난 1~2년의 국면은 끝나가고 있다. 구글 등도 회사채 발행으로 자금 모집을 계속 늘리고 있다. 여기에 데이터센터를 특수목적기구(SPV)로 빼내 장부 밖에서 빚을 늘리는 흐름이 우려를 낳고 있다. 닷케이 보도에 따르면 이렇게 장부 밖에 쌓인 빅테크의 AI 관련 부채는 약 1조 6,500억 달러에 이르는 것으로 추산된다.

지금은 어느 국면인가. MBS 경로에 대입

이제 컴퓨팅 금융이 이 이야기의 어디쯤 와 있는지 가늠해 보자.

MBS가 밟은 길에 대입하면 위치가 보인다. 증권화는 대체로 네 국면을 지난다

①도입, ②초기 수혜(자금 유입), ③확산과 기준 완화, ④담보 조정·부실.

MBS는 1970년 도입으로 시작해 80~90년대 수혜기를 지나 2000년대 서브프라임 확산을 거쳐 2008년에 무너졌다.

컴퓨팅 금융은 이제 막 첫 국면을 지나 두 번째, 초기 수혜 구간의 초입에 들어섰다. 사실 지금 AI에 돈이 없어서 투자를 못 하는 상황은 아니다. 문제는 '빌려주는 조건'이 점점 간간해졌다는 데 있었다. 예전엔 1년치 재무제표면 됐다면 이제는 3년치를 요구하는 식으로 문턱이 높아진 것이다. 그런데 엔비디아가 잔존가치의 25%를 받쳐주고, 여기에 아폴로·블랙록·KKR 같은 금융권 거물들이 직접 참전하자, 자금 조달의 문턱이 낮아지기 시작하는 동시에 '금융권 거물들도 투자할 만하다고 본다'는 안도 신호가 생겨날 것이다. MBS의 아픈 기억이 여전히 남아 있지만, 지금은 그 순기능이 먼저 주목받는 시점이다.

향후 리스크는 남아있지만
지금은 초기로,
자금이 도는 국면

엔비디아는 자사 칩 수요를 넓히고, AI 기업은 지분을 희석하지 않고도 대규모 인프라를 미리 지을 수 있으며, 월가와 사모펀드는 새로운 자산군에서 수익을 얻는다. 연기금·보험 같은 장기 투자자에게도 안정적 현금흐름이라는 명분이 있다. 요컨대 당장은 참여자 모두에게 이로운, 자금이 도는 국면이다.

도표 5. MBS와 AI 인프라 금융(CBS 비교)



자료: 신영증권 리서치센터

경계할 것은 그 음이다. 붐이 무르익어 심사 기준이 느슨해지면, 수익성이 불투명한 군소·투기적 빌드 아웃에 까지 자금이 번질 수 있다. 여기서 한 가지 구분이 필요하다. AI 투자자 실제 이익으로 돌아올지 아직 불투명하다는 사실 자체는 새로운 위험 신호가 아니다. 그건 지금도 마찬가지이기 때문이다. 다음 국면을 진짜로 가르는 신호는, 심사 기준이 풀려 상환력이 더 불투명한 곳까지 자금이 흘러가기 시작하는가다. 그것이 이른바

‘시판 서브프라임’의 문턱이다. MBS 때도 어느 시점에서 브레이크를 밟았어야 했지만, 오르는 담보가치가 느슨해진 기준을 계속 정당화하면서 그 시점을 놓쳤다. 이번에도 제 때 브레이크를 잡지 못할 가능성은 열려 있다.

초기의 수혜, 중기의 그림자. 그리고 1편과의 접점

정리하자. AI 산업의 성장성과 장기 수익성에 대해서는 낙관할 여지가 크다. 다만 그 성장에 자금을 대는 구조는, 40년 전 주택에서 봤던 MBS의 궤적을 닮아 있다. 게다가 칩의 수명이 주택보다 훨씬 짧다는 점을 감안하면, 컴퓨팅 금융은 MBS가 수십 년에 걸쳐 밟은 길을 더 압축적으로 경험할 것이다.

지금은 초기 국면이라 수혜가 앞서지만, 담보가치(칩 감가·중국발 저가칩), 순환성(돈이 엔비디아로 되돌아오는 고리), 차입자 집중(소수·적자 차입자의 금리 민감도)이라는 중기 리스크가 마음에 걸리지 않는 것은 아니다.

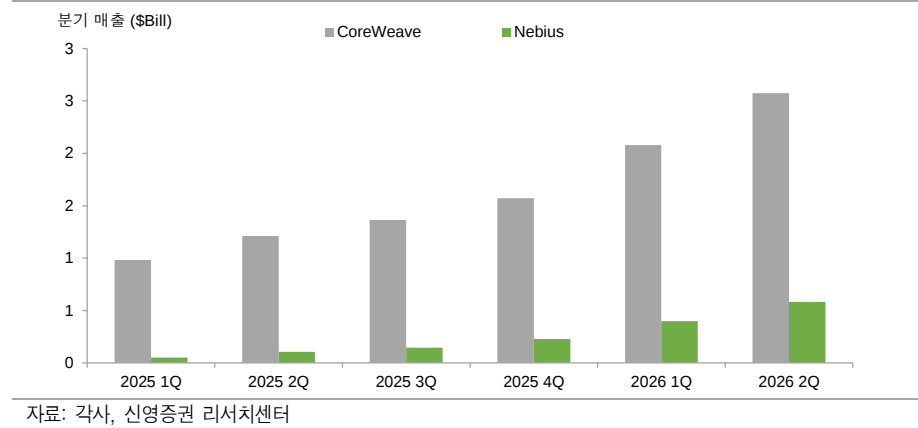
그리고 이 마지막 항목에서 2편은 1편과 다시 만난다. 차입자가 신용 여건에 민감하다는 것은 곧 금리에 취약하다는 뜻이기 때문이다. 1편에서 봤듯 장기금리가 테일러를 적정금리에 묶어 5% 안팎에서 내려오지 않는다면, 소수·적자 차입자로 지탱되는 컴퓨팅 금융은 그 금리 부담을 가장 먼저 체감하는 고리가 된다.

그럼에도 방향은 이렇다. 돈이 마르는 것 같으면 투자자는 본능적으로 에이스만 남기고 나머지를 정리하려 하는데, 컴퓨팅 금융은 바로 그 순간 시로 향하는 문을 새로 열기 시작했다. 그래서 그 끝이 언제, 어떻게 될지는 계속 지켜봐야 하지만, 당분간은 시로 향하는 자금의 물길이 열린다고 본다.

실제로 이 물길의 초입에서, 자금을 받는 상장 네오클라우드들의 실적은 마침 좋다. 대표 주자인 코어워브의 2026년 2분기 매출은 1년 만에 두 배로 뛰었고, 아직 계약으로만 잡혀 있는 수주잔고는 분기말 1,040억 달러에서 실적 발표 시점 약 1,290억 달러로 더 불어났다. 네비우스도 매출이 전년 대비 454% 폭증하며 여섯 개 분기 연속 가파른 상승향을 그렸다.

이들은 아직 적자여서 대규모 외부 자금이 절실한데, 바로 그 자금 수요와 맞물려 매출이 이렇게 빠르게 늘고 있다는 점이 중요하다. 자금을 대는 쪽에서도 매출이 커지고 실적이 뒷받침돼야 컴퓨팅 금융으로 돈을 넣을 명분이 서기 때문이다. 돈이 필요한 기업과 실적이 좋아지는 기업이 겹치는 지금이, AI 금융의 수혜가 나타날 국면인 셈이다.

도표 6. 상장 네오클라우드 분기 매출 추이



1편과 더하면 그림은 이렇다. 전체적인 자금줄은 서서히 마르고 있는데, 그 와중에 AI로만 새로운 자금의 길이 열리기 시작했다. 돈이 귀해질수록 투자자는 우선순위가 낮은 것부터 뒤로 미루기 마련이니, 한정된 자금은 오히려 AI로 더 집중될 수 있다. 마르는 돈줄과 트이는 시가 한 흐름의 양면이라는 점, 그리고 앞으로 자금이 AI로 쓸릴 가능성이 우리가 놓치지 말아야 할 그림이다.

Compliance Notice

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.