

전략공감 2.0

Strategy Idea

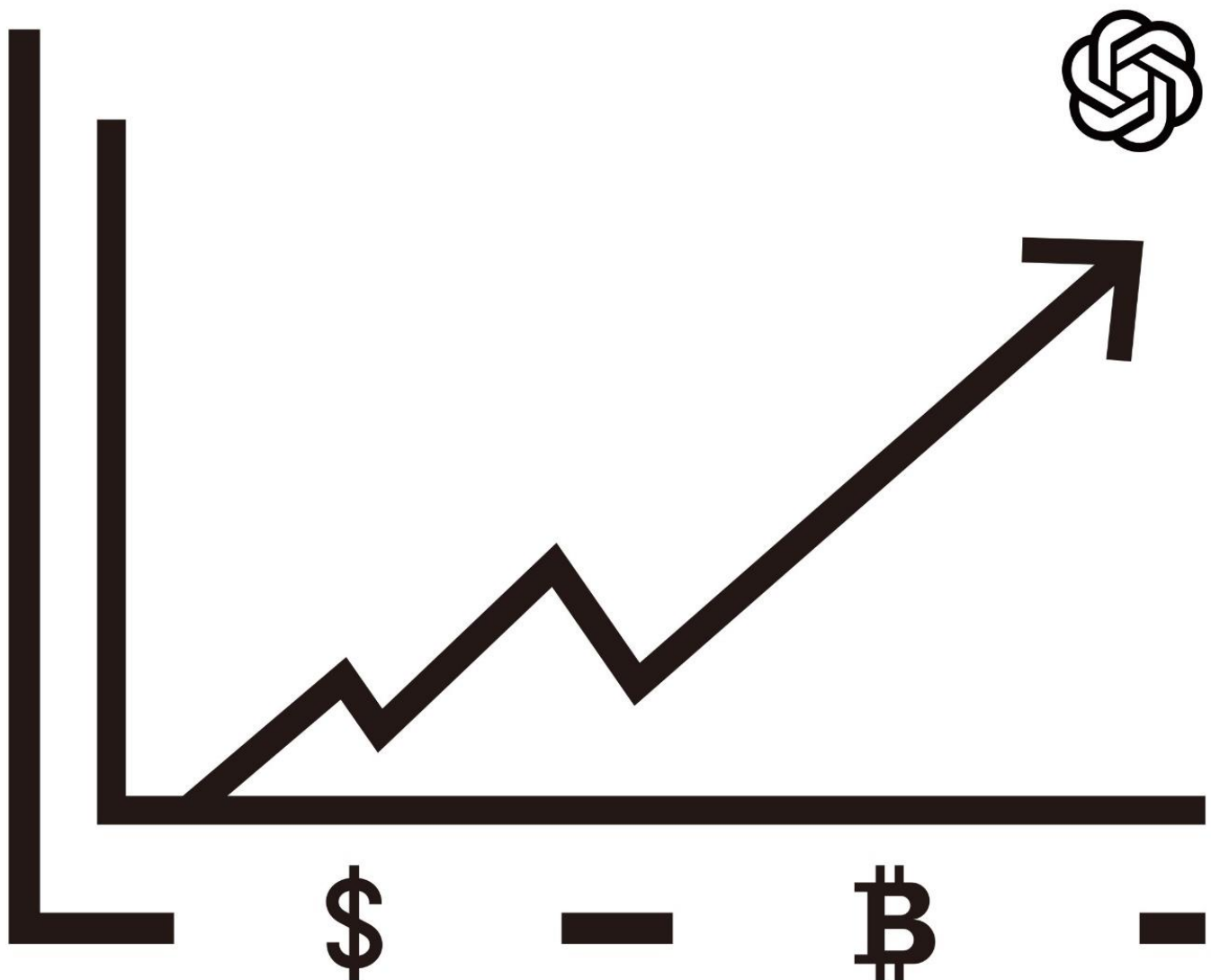
겉은 S의 공포, 속은 T의 불확실성

오늘의 차트

베센트 풋에 대한 미국 채권시장 내 기대감 형성

칼럼의 재해석

CoreWeave IPO가 가지는 두 가지 의미



본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea



채권/자산배분

Analyst 윤여삼

02. 6454-4894

yeosam.yoon@meritz.co.kr

걸은 S의 공포, 속은 T의 불확실성

- ✓ 4월 2일 트럼프 행정부 해방의 날(liberation day) 선언, 관세 부과를 통한 미국의 부를 늘릴 계획이나, 글로벌 금융시장의 높은 불확실성 요인 부상
- ✓ 주요 언론 연준의 성장률 전망 하향 및 물가전망 상향까지 연결지어 스태그플레이션 언급. 그러나 1%대 중반 이상의 성장률과 2%후반대 물가를 두고 스태그플레이션은 과도한 해석. 트럼프 리스크로 인한 정책불확실성이 위험선호 약화에 일조할 위험 고려
- ✓ 스태그플레이션까지는 아니나 안전자산 측면 금과 채권 등의 자산 관심 늘어날 것

관세 부과 = 스태그플레이션? 현실은 불확실성으로 인한 불안

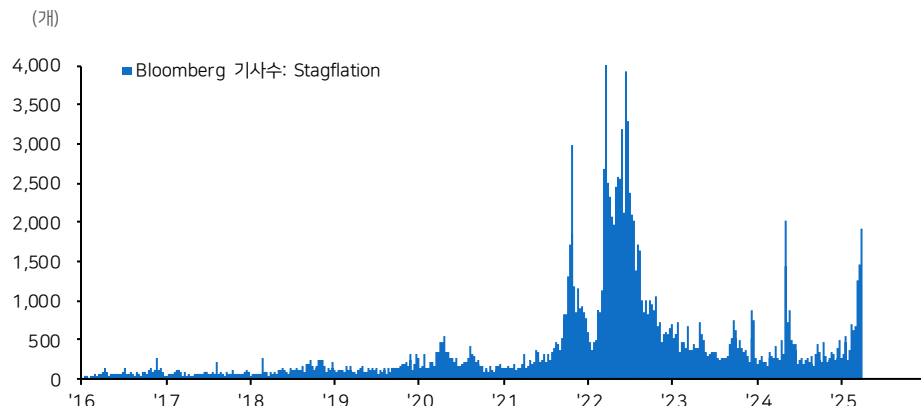
스태그플레이션 뉴스가 큰 폭으로 증가하고 있다<그림 1>. 팬데믹 유동성 + 전쟁으로 인한 공급망 충격이 유발한 2022년 물가급등기 이후 최대 규모이다.

과거 고물가 시기에 심리지표
악화되었지만 재정지원으로 방어

당시 미국 헤드라인 CPI는 9%까지 올랐고, 다수의 기업과 소비관련 심리(soft)지표는 무너졌다. 그럼에도 바이든 행정부의 재정지원은 실물(hard)지표를 방어하면서 결국 2023년과 2024년 2% 후반의 양호한 성장률을 이끌어냈다. 물가상승 및 연준의 긴축부담으로 훼손된 구매력을 확대재정으로 커버해 온 것이다.

그런데 트럼프 행정부가 시작한지 불과 1분기도 되지 않아 시장은 다시 경기와 물가를 동시에 우려하기 시작했다. 그 핵심은 관세 부과에 따른 물가와 금융 불안이지만, 이면에는 균형재정의 부담도 동시에 유입되고 있다.

그림1 트럼프 취임 이후 급증하는 스태그플레이션 우려, 관세 부과 이슈로 심화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

3월 수정경제전망에서 이야기했던 미국 경기 하방 리스크 증대

현재 시장에 퍼져 있는 스태그플레이션을 지지하는 이벤트로 3월 FOMC 수정경제전망(SEP) 역시 주요한 역할을 수행했다. 일단 연말 기준 올해 성장률 전망은 기존 2.1% → 1.7%로 1%대로 낮춰졌고, 내년과 내후년 성장도 잠재성장률 수준으로 안정되었다<그림 2>. 성장률 전망의 하방 위험은 팬데믹 이후 최대 수준으로 늘었고, 불확실성도 다시 급증했다<그림 3>.

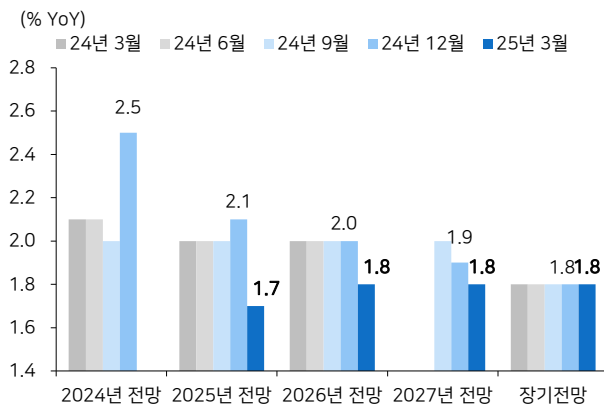
물가 리스크 지켜볼 필요 있지만 관측은 편

PCE 물가전망은 헤드라인이 2.5% → 2.7%로 올랐다. 물론 관세로 인한 물가상승세는 일시적일 수 있다는 파월의장의 발언과 내년과 내후년 물가가 목표수준인 2%내외에 안정되었다는 점에서 심각하지는 않다. 덕분에 FOMC 당일 연내 금리 인하 기대 3차례와 시장금리는 하락할 수 있었다. 그럼에도 물가전망의 위험과 불확실성이 크게 늘어난 점을 시장은 부인하지 않는다.

현 상황에서 스태그플레이션 논의는 과도

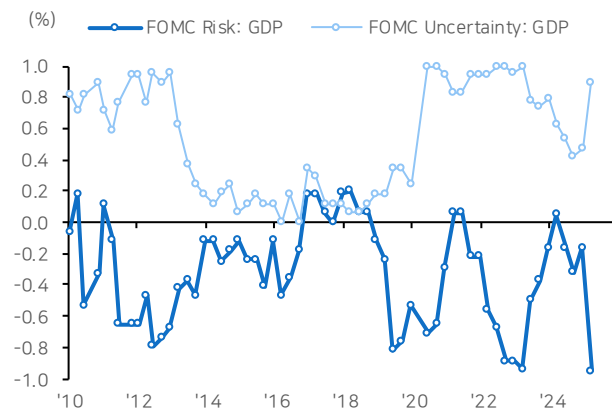
1% 후반대 성장과 2%후반대 물가 정도로 스태그플레이션을 논하는 것은 정도가 과하다. 다만 경제는 아래쪽 물가는 위쪽으로 움직이는 뉘앙스가 스태그플레이션 우려를 자극하는 것이다.

그림2 연준 올해 성장률 전망 1%대로 하향조정



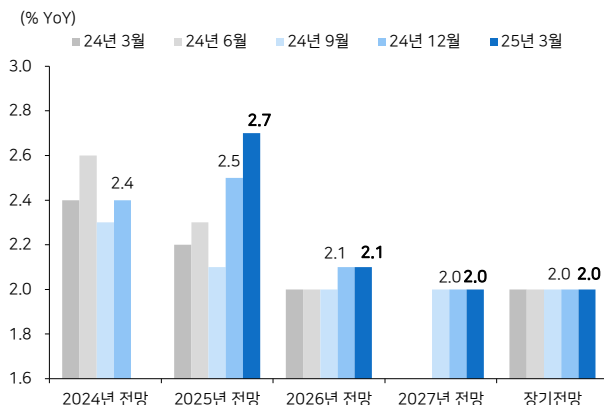
자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림3 높아진 하방 위험성과 불확실성 증대로 불편



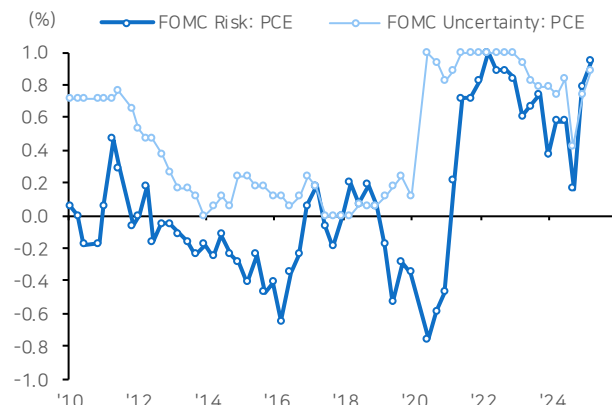
자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림4 물가 전망은 일단 올해만 상향, 일시적일지 주목



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림5 물가는 상방 위험이 높고, 불확실성도 연동되어 있어



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

전망 불확실성 높아 점도표 바뀌기 쉽지 않아

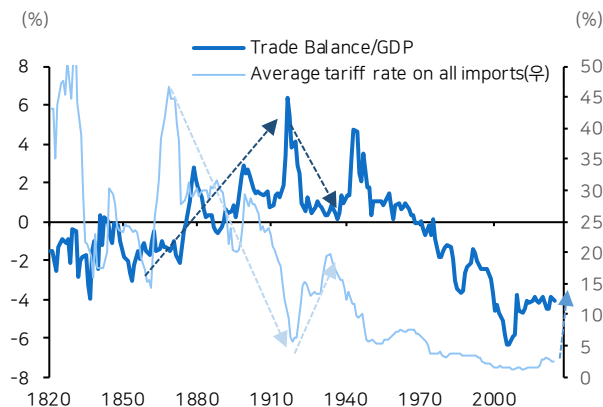
파월 의장 역시 FOMC 기자회견에서 '스태그플레이션은 동의하지 않는다'고 하면서도 '민간에서 경기침체 우려는 늘어난 점은 인지하고 있다', '관세 부과에 따른 물가 불확실성이 높다'는 발언을 통해 정책의 어려움을 인정했다. 이는 연준의 점도표가 2022년 이후 중위값이 바뀌지 않은 것에도 영향을 주었다고 본다.

트럼프는 관세를 부과하는 이유로 '미국의 부를 탈취하는 국가들로부터 환수해 오는 절차'라고 강조했다. TCJA 같은 감세(tax cut) 정책의 부담을 관세(tariff)로 메우겠다는 것이다. 베센트는 'dirty 15'라는 미국의 무역흑자국을 선정했다. 현재 발언의 강도만 보면 무역전쟁은 불가피해 보인다.

트럼프 관세 정책을 이행하는 데 일부 정치적 제약 존재

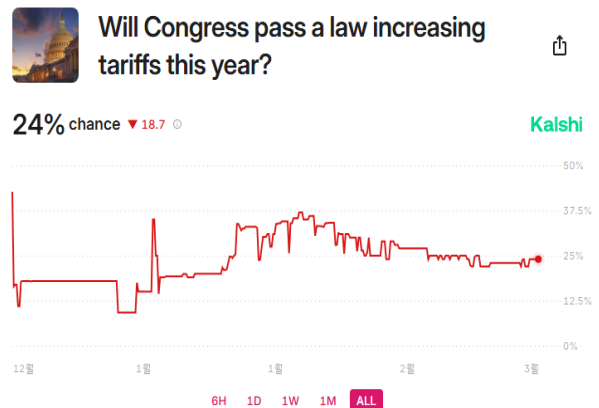
그러나 지난해 대선과 의회선거 결과 공화당이 승리한 이면에는 양호한 성장률과 주가상승을 지위버린 인플레이션의 부담이 컸다. 때문에 현재까지 매일매일 말을 바꾸고 있는 트럼프 대통령의 관세 관련 이슈는 높은 불확실성을 이어가는 한편, 의회<그림 7>와 연방법원 등의 협조는 강하지 않을 것이다. 블러핑은 더 그럴싸해야 한다. 관세 부과는 트럼프의 '협상 카드' 역할이 더 크다는 생각이다.

그림6 관세가 미국 경제에 플러스가 될 수 있을지 의문이나



자료: NBER, USTIC, 메리츠증권 리서치센터

그림7 내년 중간 선거 앞두고 의회는 찬성할 수 있을까?



자료: Kalshi

그림8 대외 불안 못지않게 늘어나는 미국의 소비 위축 우려



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 유가보다도 컨테이너 운임 안정에 초점



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

고용지표를 통한 실물경제 가늠

우리는 추세의 확인에 시간이 필요한 성장과 물가지표보다는 실물경제의 민감도가 가장 높은 고용지표에 주목하고 있다. 고용지표 둔화는 관세 부과로 인한 불확실성 영향도 있겠으나, 트럼프 균형재정에 따른 공무원 해고와 밀접성이 더 높아 트럼프 정책의 민감도를 살피기에 중요한 가늠자이다.

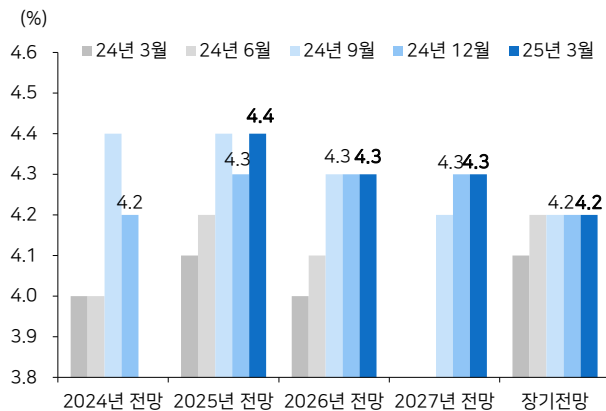
3월부터 고용지표에 대한 우려
강화될 수 있어

올해 실업률 전망이 소폭 상향되었고, 위험과 불확실성 공히 매우 높은 수준이다<그림 10, 11>. 2월 고용지표에서 공무원 해고 데이터가 다 반영되지 않았다는 점에서 3월 고용부터는 관련 지표 둔화 우려가 강화될 수 있다. 작년 3분기 실업률 4.3% 급등 이후 삼률 작동으로 연준의 빅컷 인하까지 유발했던 경험을 돌이켜볼 필요가 있다<그림 12>.

실물지표 둔화 나타나지 않았다고
안심하기에는 일러

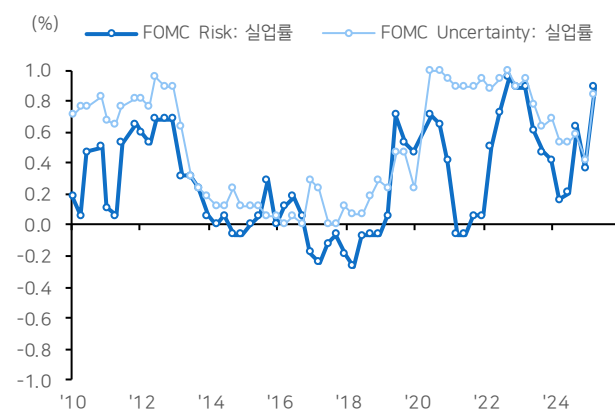
현재 시장은 지난 2년간 물가 및 정책부담으로 심리(soft) 지표가 위축되어도, 실물(hard) 지표 둔화로 이어지지 않았다는 점에서 이번 역시 안심하게 생각하고 있다. 그렇지만 일부 soft data는 2022년 공급망 충격기보다 현재 더 급격하게 위축되고 있다는 점을 인정해야 한다<그림 13>.

그림10 미국경제, 성장&물가보다 중요한 것은 실업률(고용)



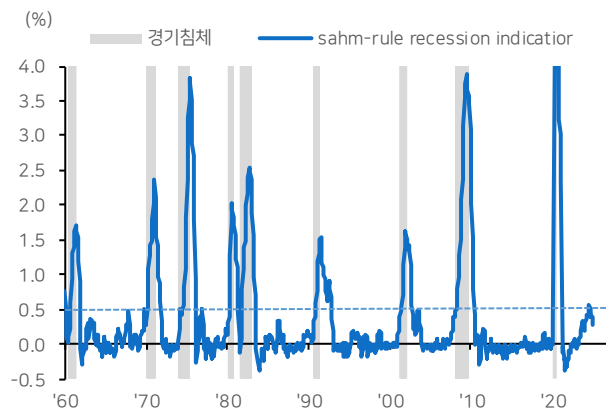
자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림11 고용 역시 트럼프로 인해 위험이 높아지고 있어



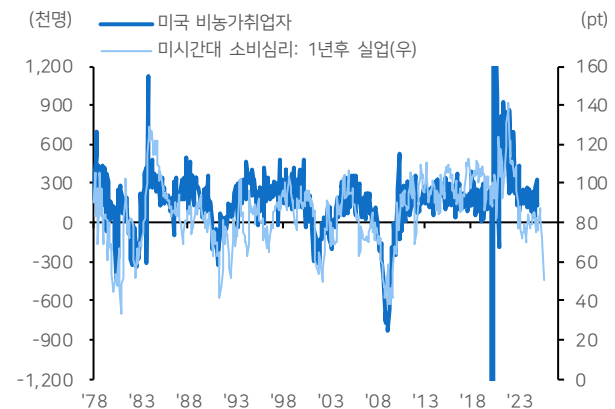
자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림12 작년 3분기 삼률, 현재 가동 구간 아니지만 불안



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림13 위축된 soft data가 hard data로 전이되면 충격



자료: US BLS, UMich, 메리츠증권 리서치센터

물가부담 늘어도 일단 안전자산 중심 대응 중요

스태그플레이션은 발생 자체가 드물어

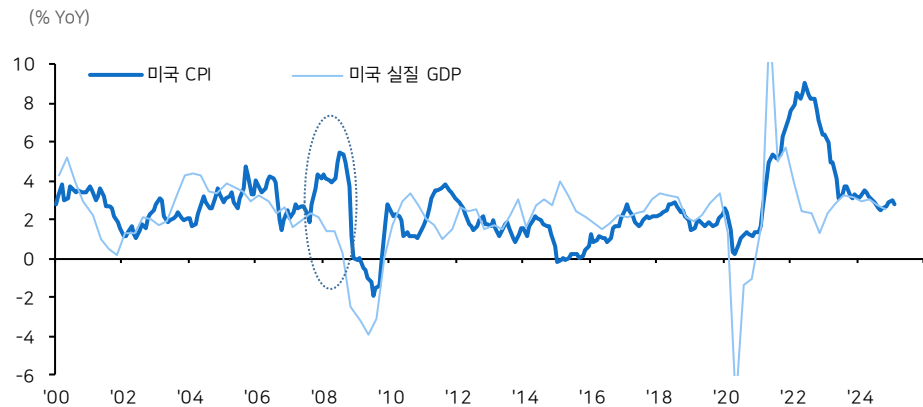
상기했듯이 현재 스태그플레이션 관련 논란은 현실화보다는 트럼프 정책에 따른 불확실성의 발로로 봐야 한다. 역사적으로 드문 스태그플레이션 케이스를 보더라도 당장 1970~80년대 오일쇼크와 유사하다고 보긴 어렵다. 오히려 2022년 공급망 충격 국면이 그때와 유사성이 더 큰 편이다.

글로벌 금융위기 정도가 스태그플레이션으로 볼 수 있어

그렇다면 우리가 가장 최근 겪었던 스태그플레이션이라고 볼만한 국면은 2008년 금융위기 직전이다<그림 14>. 당시 미국 CPI는 5%대 상승세로 아주 높지는 않았지만, 1995년 이후 사상 높은 수준을 기록했다. 성장률은 1%대로 내려왔고, ISM 등 주요 soft data는 경기위축 국면을 반영하기 시작했다.

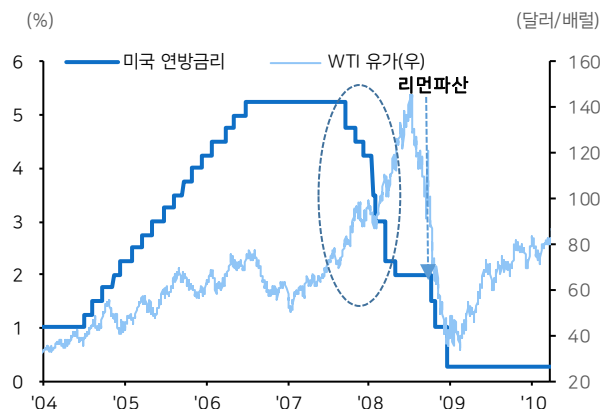
당시 미국은 서브프라임 모기지로 인해 경기둔화 국면이 일찍 시작되어 리먼브라더스가 파산한 2008년 9월보다 훨씬 빠른 2007년 하반기, 9월부터 금리인하를 실시했다<그림 15>. 중국 성장주도로 원자재 가격은 큰 폭으로 올라 WTI 유가가 2008년 상반기 배럴당 140달러를 넘어섰음에도 말이다.

그림14 역사적 드문 이벤트인 스태그플레이션, 2008년 상반기 주목



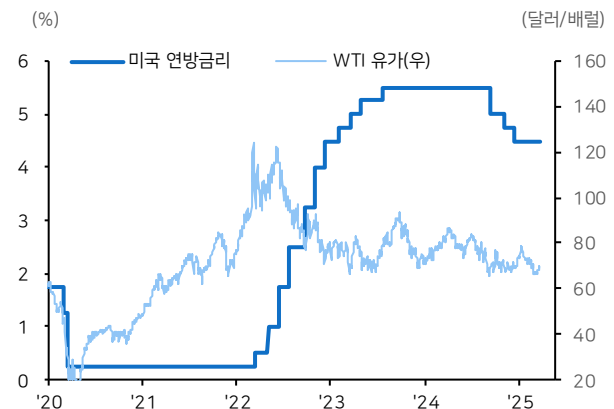
자료: US BLS, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림15 2008년 높은 물가부담에도 연준 금리인하 단행



자료: Fed, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 현재 당시보다 유가는 낮고, 연방금리는 높아



자료: Fed, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

'08년 대비 지금 금리는 높고
유가는 낮아

현재도 일각에서 스태그플레이션 우려를 표명하고 있으나, 현재 미국 연방금리는 2008년보다 훨씬 높은 수준이며, 유가는 훨씬 낮다<그림 16>. 일부 관세 부과에 따른 물가자극을 우려한다고 하더라도 IMF나 페터슨 연구소 분석처럼, 성장을 둔화에 따른 충격으로 수요가 급감할 위험성도 존재한다.

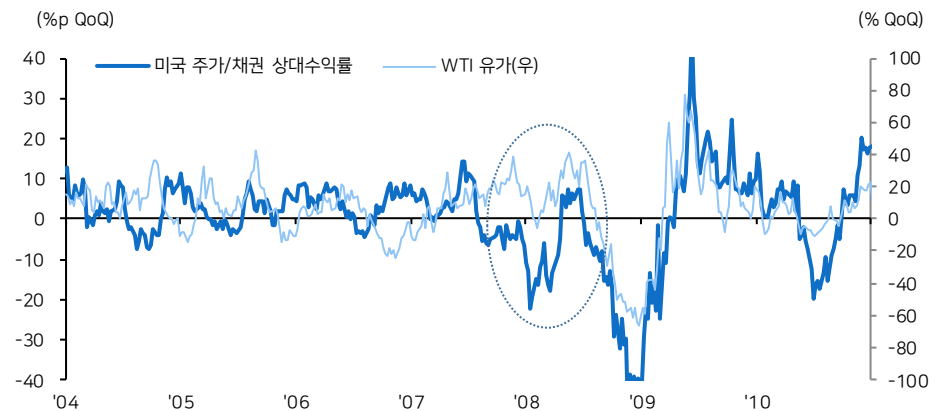
주식 대비 채권 수익률이 양호했
던 당시 상황

때문에 2008년 하반기부터 유가가 오르는 구간에서 당시 위험선호가 약화된 충격이 있었다고 하나 채권의 상대적 수익률이 주식을 크게 압도한 것을 확인할 수 있다<그림 17>. 현재는 원자재 가격상승세가 2008년 금융위기 직전만큼 강하지도 않은데다, 관세부과로 인한 일부 제품의 단가상승은 핵심 원자재인 유가보다 수요 감소로 이어질 공산이 크다.

현재 국면에서는 채권을 매집해야

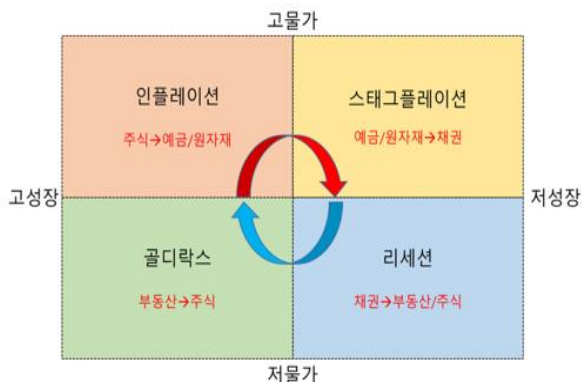
워렌 버핏의 투자시계를 보면, 물가부담이 높지만 경기둔화 압력이 높아지는 현재와 같은 국면에서 매집해야 할 투자상품은 채권이다<그림 18>. 물론 현재 트럼프 발 정치&정책 리스크는 적당할 밀당으로 심각한 침체까지 유발할 가능성은 우리 역시 낮게 평가하고 있다.

그림17 공급물가 충격 유발되면, 일단 주식이 채권보다 충격 → 결국 안전 선호 우세



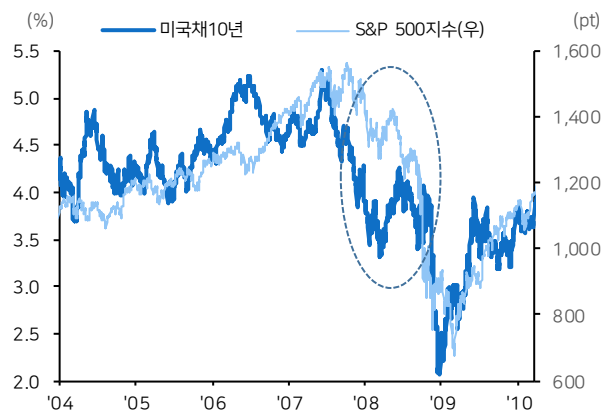
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 스태그플레이션은 현금보다 채권을 매집할 기회



자료: Naver Blog '여의도 김박사'

그림19 2008년 채권가격 중간에 주춤해도 주식보다 양호



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

전망이 밝다기보다 점점 어두워지는 양상

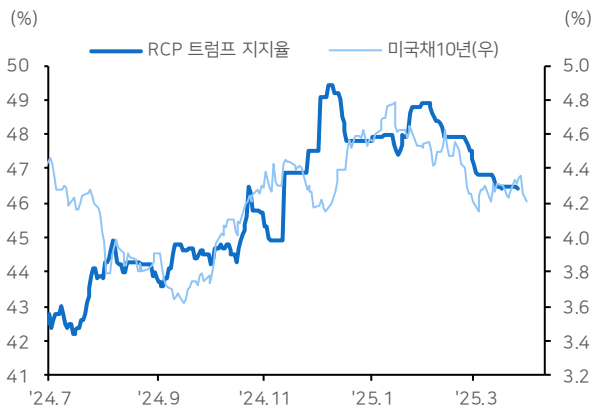
미국 경기침체 가능성은 낮다고 하나 지난 2년간 2% 후반대 성장과 20% 중반이 넘는 미국 증시의 상승처럼 현재 국면에서 '다시 해가 중천에 뜰 것'을 믿는 투자자는 많지 않을 것이다. 현재는 트럼프 트레이드 구간에서 리스크로 전이되는 '어두워지는 국면'이다. 여러모로 위험관리가 필요한 상황인 것이다.

현 시점 분위기를 반영하고 있는 자산들

최근 트럼프 지지율 둔화에 연동되어 하락하고 이는 미국채 금리가 트럼프 리스크를 잘 반영하고 있다<그림 20>. 당선 전부터 트럼프 트레이드를 가장 잘 반영했던 비트코인의 약세 역시 연동된 이야기이다<그림 21>. 스태그플레이션까지는 아니지만 안전자산으로 대응이 필요한 상황이다.

그나마 현재 금리하락에 연동하여 달러가 약세를 나타내고 있는 정도가 위안이다<그림 22>. 달러의 안전자산 역할보다는 아직은 트럼프 리스크 현실화 여부를 타진하면서, 점차 연준이 금리인하를 통해 경기와 금융시장에 대응할 수 있는 여지가 있는지 따지고 있는 것으로 풀이된다.

그림20 현재 스태그플레이션의 근원은 트럼프 리스크



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 트럼프 트레이드와 리스크에 가장 민감한 가상자산



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 금리와 달러 동시 약세, 아직 심리 무너지지 않아



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 하반기 연준의 시간, 위험자산 적정 밸류 지지 중요



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

우리 역시 당장 스태그플레이션보다는 현재 유의미한 조정구간에 들어온 미국 주도주가 바닥을 확인하고 안정화될 수 있을지를 주목하고 있다<그림 23>. 트럼프가 무섭지만, 그가 사업가 출신이라는 점을 잊지 말아야 할 것이다.

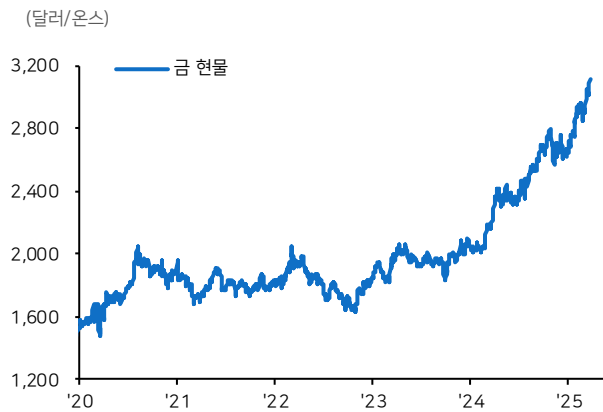
조정구간에서 위험관리 수단으로 많이 언급되고 있는 금

그럼에도 지난 2년간 영광을 누린 미국의 위험자산에 대한 리스크를 적절히 관리하면서, 현재 스태그플레이션 노이즈 구간에서 금을 현실적 대안으로 많이들 이야기한다. 2024년 이후 50% 넘게 금가격이 올랐다는 점에서 관심은 인정하나, 인플레이션 구간에서 가상자산에 빼앗겼던 지위를 일부 회복한 수준으로 평가한다.

금과 채권 병행 전략

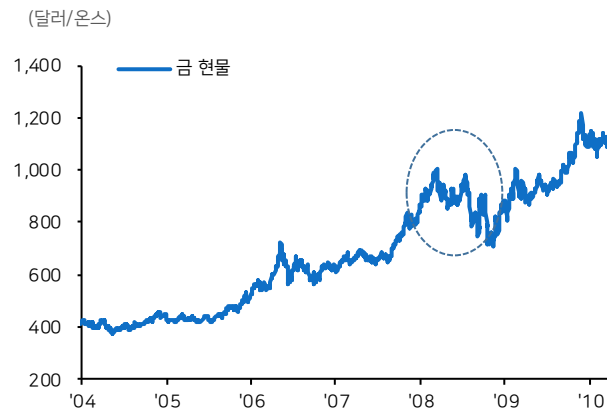
우리는 현재 스태그플레이션을 우려하는 투자자 심리를 이용할 때 앞으로 1~2개월 정도는 금과 함께 미국의 장단기금리차 확대를 이용하는 전략도 유용하다는 생각이다<그림 26>. 경기는 둔화되지만, 물가가 질척거리는 구간은 원래 채권을 사야한다. 올해 6월 FOMC까지 연준의 금리인하가 정채되어 있는 상황에서 불안한 현재 시장의 대안은 금과 일드커브 스티프닝 정도가 현실적일 것이다.

그림24 스태그플레이션 국면에서 금을 사야 한다는 주장



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 우려의 구간에서 일부 피난처 역할 정도는 수행



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림26 물가상향 vs 경기하향 사이 장단기 금리차 확대



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림27 2008년 급격한 경기위축 이전까지 스티프닝 우세



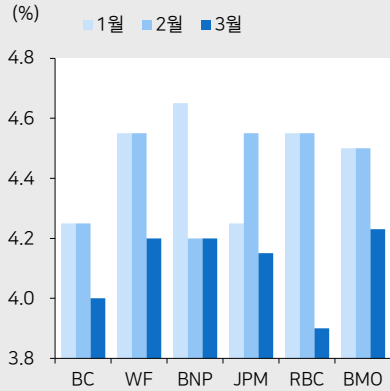
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

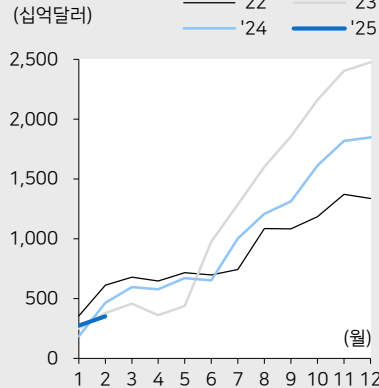
윤여삼 연구위원

베센트 풋에 대한 미국 채권시장 내 기대감 형성

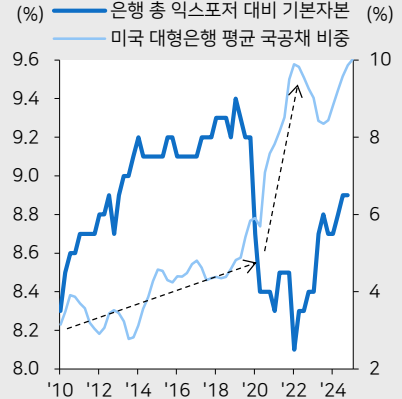
주요 해외 IB 미국채10년 전망치 수정(4Q25E)



연도별 미국채 순발행액 누적: 순조로운 출발



미국 은행 건전성 지표 및 국채보유 비중 추이



주: BNP와 JPM은 3월 10일 기준 그 외 해외 IB는 3월 28일 기준, 자본비율은 Regulatory Tier1 Capital/Assets 사용, 국공채 비중은 분기 평균 및 MBS 제외
 자료: 국제금융센터, Bloomberg, CEIC, FRED, 메리츠증권 리서치센터

미국채 연말 전망치 하향 조정한
해외 IB

최근 해외 주요 IB 일부는 미국채 10년의 연말 전망치를 하향 조정했다. 조정 배경에는 베센트 재무장관이 미국채 금리를 낮추기 위해 취한 조치들을 고려했다고 밝혔다. 실제 베센트와 미국채 둘 다 언급한 블룸버그 기사 개수를 1월과 비교했을 때 3월 들어 두 배로 증가했을 정도로 베센트 풋이 자주 언급되고 있다.

베센트 풋이란

자산 가격이 하락할 때 일정 수준에서 판매할 수 있는 권리를 뜻하는 것처럼 미국채 금리가 일정수준 이상 상승하게 되면 베센트가 인위적으로 개입하여 금리를 낮춰줄 것이라는 기대감이 표현에 담겨 있다. 베센트 풋에 대한 기대감을 만든 행동은 크게 두가지인데 단기물 발행 수준 유지와 은행 규제 완화이다.

1)미국채 발행 관리 의지에
순발행액 꺾적 양호

베센트가 취임하기 전 엘런의 단기물 중심 발행 방식을 비판해 장기물 발행 압력이 커질 것을 우려했으나, 정작 취임 후 2분기 QRA 발표에서 10년물을 포함해 국채 발행 규모가 유지되는 것을 확인하였다. 그 결과 2월 미국채 발행 잔액 중 단기채 비중은 22%에서 크게 벗어나지 않았으며, 미국채의 순발행액 꺾적은 비교적 양호한 흐름을 보이고 있다.

2)미국채에 대한 은행 수요 진작

또한, 베센트는 미국 은행들이 국채를 더 많이 보유할 수 있도록 시도하고 있다. 현재 미국 은행들은 보완적 레버리지 비율(SLR)에 의해 통제를 받고 있는데, 비율 계산에 채권이 포함되지 않도록 규제 방향을 설계하고 있다. 코로나 기간 동안 일시적으로 국채를 제외한 적이 있었는데 당시 미국 대형은행의 국공채 보유 비중은 가파른 속도로 상승했었다. 과거 '연준에 맞서지 마라'는 격언이 있었던 것처럼 요즘에는 '베센트에 맞서지 마라'는 말이 나오고 있다. 지속성에 대한 의구심으로 베센트 풋에 반대하는 의견도 존재하지만 지켜봐야할 것 같다.

칼럼의 재해석

이수정 연구위원

CoreWeave IPO가 가지는 두 가지 의미(Bloomberg)

지난 3월 28일, CoreWeave는 총 15억 달러를 조달하며 나스닥 거래소에 상장했다. 수 많은 기업이 미국 증시에 상장되고 있는 상황에서 CoreWeave의 상장을 주목해야 하는 이유는 2가지이다. 첫째, IPO의 규모 측면으로 2021년 이후 최대 규모의 기술 기업 IPO이기 때문이다. 둘째, CoreWeave는 AI 시대 도래 이후 Pure-play AI 기업으로서 첫 번째 기업공개라는 상징성을 갖는다. CoreWeave의 향후 실적은 AI compute 수요에 달려 있을 것이며, AI 산업 전반의 흐름을 가능하는 척도가 될 수 있다. 소수의 대형 기업들이 동시에 서로의 고객, 공급업체, 그리고 경쟁자가 되는 AI 산업의 상호연결성 역시 고려한다면 이번 CoreWeave의 상장은 AI 산업 전체의 풍향계가 될 가능성이 높다.

첫째, 2021년 이후 최대 규모 기술 기업 IPO

IPO를 통해 15억 달러 조달

CoreWeave, Inc(Ticker:CRWV)는 지난 3월 28일, 총 15억 달러(공모가 주당 40달러, 공모주 규모 37,500,000주)를 조달하며 나스닥(Nasdaq) 거래소에 상장했다. 당초 주당 47~55달러 범위로 최대 27억 달러까지 조달하려 했으나, 최근 AI 산업에 대한 시장의 눈높이 조정을 반영해 최종 공모가를 주당 40달러로 확정했다.

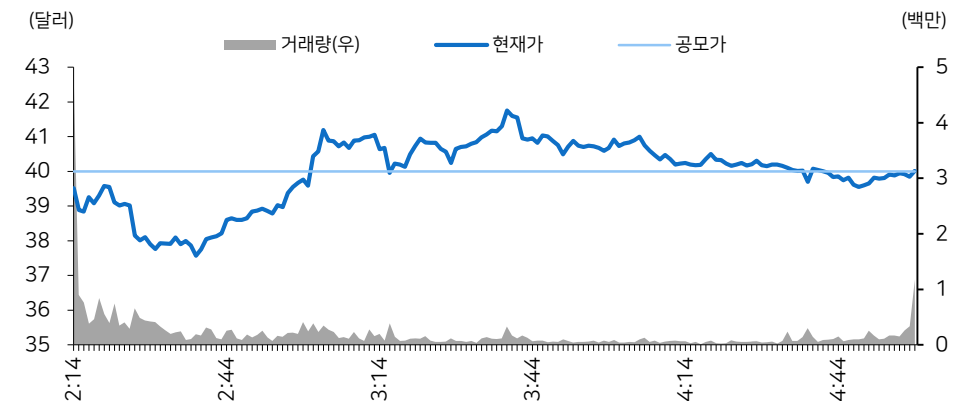
이로써 CoreWeave는 공모 금액 기준으로 2021년(자동화 소프트웨어 기업 UiPath, 공모 금액 15억 7천 달러) 이후 미국 증시에서 단행된 가장 큰 기술 기업 IPO 사례다.

표1 Funding History

Date of Funding	Round Name	Funding Amount
2019.02.25	Seed	\$1.2M
2019.09.25	Seed	\$1.01M
2020.12.14	Series A	\$3.79M
2021.04.30	Series A	\$4.39M
2021.11.10	Series B	\$50M
2022.12.06	Series B	\$100M
2023.04.20	Series B	\$221M
2023.05.31	Series B	\$200M
2023.08.03	Conventional Debt	\$2.3B
2023.12.03	Series B	\$642M
2024.05.01	Series C	\$1.15B
2024.05.17	Conventional Debt	\$7.5B
2024.10.11	Conventional Debt	\$650M
2024.11.13	Secondary Market	\$650M
2025.03.05	Venture Round	\$10M
2025.03.28	IPO	\$1.5B
Debt 총계: \$10.45B		Equity 총계: \$4.5B
		총계: \$14.95B

자료: Tracxn, 메리츠증권 리서치센터

그림1 상장일 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

CoreWeave, 그렇다면 어떤 기업인가?

CoreWeave는 2017년 암호화폐 채굴 인프라를 운영하는 기업으로 출범했다. 그 후 엔비디아 고성능 GPU의 잠재력에 주목하여, AI 모델 훈련(Training) 및 추론(Inference)을 위한 클라우드 인프라로 사업 모델을 전환했다.

핵심 비즈니스 모델은 데이터센터 임대

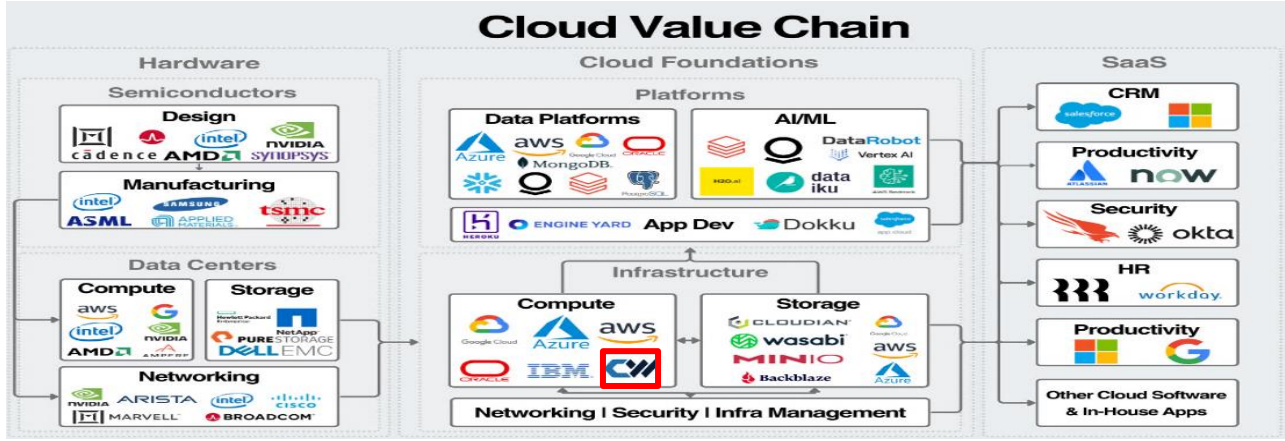
현재 회사의 핵심 사업은 엔비디아 GPU, 액체 냉각 및 네트워킹 시스템으로 구성된 데이터 센터를 직접 구축·운영하며 이를 AI Compute 수요가 있는 기업에 임대하는 구조다. CoreWeave는 2022년 말 17,000개의 GPU, 2023년 말 53,000개의 GPU, 2024년 말에는 250,000개 이상의 GPU를 운영했으며, 총 32개의 데이터 센터를 가동하고 있다.

차별화 포인트는 AI 특화 인프라 제공한다는 점

데이터센터 산업이 하이퍼스케일러 주도로 성장하고 있으며, 높은 진입장벽이 있는 현 상황에서 거대 클라우드 사업자에 비해 CoreWeave가 차별화되는 부분은 AI 특화 인프라를 제공한다는 점이다.

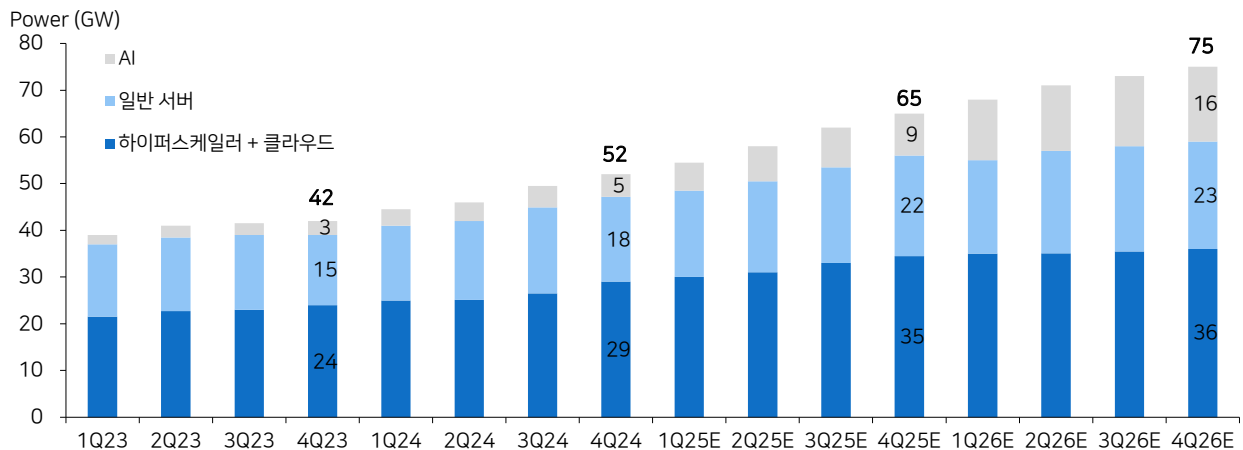
기존 하이퍼스케일러 클라우드(AWS, Azure, Google Cloud 등) 공급자는 범용 퍼블릭 클라우드를 제공하지만, CoreWeave는 AI 워크로드에 최적화된 인프라를 제공한다. 실제로 Microsoft는 CoreWeave의 경쟁사업자임에도 2024년 매출액 기준 CoreWeave의 최대 고객이다. 이는 CoreWeave의 산업 내 경쟁력을 보여주는 사례로 볼 수 있다. 또한 CoreWeave는 단순히 GPU 하드웨어만 임대해주는 것이 아닌 자체 소프트웨어 스택을 통해 즉시 사용 가능한('Day 1 Utility') AI 환경을 제공한다.

그림2 Cloud Value Chain



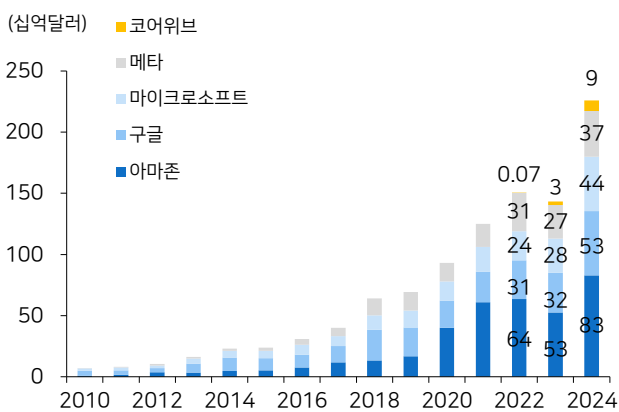
자료: Generative Value

그림3 글로벌 데이터센터 수요 전망



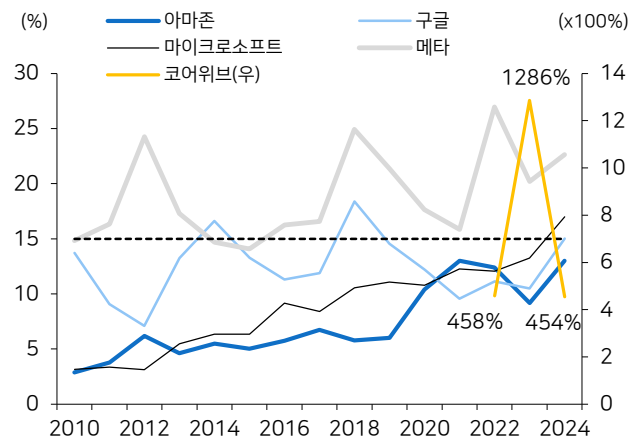
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 하이퍼스케일러 별 설비투자 추세



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 연간 매출액 대비 Capex



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

잔여 이행 의무(RPO) 151억 달러

CoreWeave의 주요 고객은 Microsoft, IBM, OpenAI, Cohere 등으로 다양한 대형 테크·AI 기업들이 CoreWeave의 인프라를 활용하고 있다. 주요 수익 모델은 고객이 특정 기간 동안 일정량의 컴퓨팅 용량을 사전에 계약하는 '멀티이어 커밋 계약'(long-term take-or-pay)과 사용량 기반 종량제 모델인 '온디맨드'(on-demand)로 크게 두 가지이다.

CoreWeave의 매출은 멀티이어 커밋 계약(가중평균계약기간, 4년)이 주도하는 형태로 2024년 말 기준 잔여 이행 의무(Remaining Performance Obligations, RPO)는 151억 달러에 달한다.

표2 On-demand GPU instances

Gpu Model	GPU Count	VRAM (GB)	vCPUs	System RAM (GB)	Local Storage (TB)	Instance Price (Per Hour)
NVIDIA HGX H200	8	141	128	2,048	61.44	\$50.44
NVIDIA HGX H100	8	80	128	2,048	61.44	\$49.24
NVIDIA GB200 NVL72	4	186	144	960	30.72	\$42.00
NVIDIA L40S	8	48	128	1,024	7.68	\$18.00
NVIDIA L40	8	48	128	1,024	7.68	\$10.00
NVIDIA GH200	1	96	72	480	7.68	\$6.50

자료: CoreWeave, 메리츠증권 리서치센터

둘째, 순수 AI 기업의 첫 번째 기업공개라는 상징성

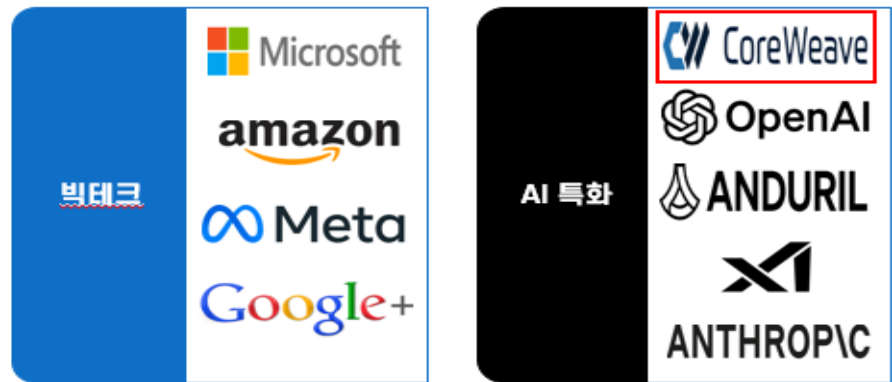
AI 관련 실적 확인의 어려움

2022년 말 ChatGPT 등장 이후 급격히 부상한 생성형 AI 산업은 비상장 AI 기업(Open AI, Anthropic, Anduril, xAI 등)과 대형 테크기업(마이크로소프트, 아마존, 구글, 메타) 주도로 성장했다. 그러나 거대 기술 기업들은 AI 사업 성과를 폭넓은 세그먼트 내에 포함시켜 통합적인 수치로 발표하고 있어, 실제 AI 사업이 어느 정도 성과를 내고 있는지 명확히 알기 어렵다. 한편, Open AI처럼 AI에 특화된 핵심 기업들은 여전히 비상장이어서 재무 정보를 전면적으로 공개하지 않고 있다. 그 결과, 투자자들은 현재의 AI 붐이 얼마나 실체가 있는지 가늠하기 어렵다.

순수 AI 기업의 첫 번째 기업공개

앞서 살펴본 것처럼, CoreWeave는 AI 인프라에 특화된 '순수 AI 클라우드' 기업이라는 점에서, 이번 IPO는 순수 AI 기업의 첫 번째 기업공개라는 상징성을 갖는다. CoreWeave의 향후 실적은 AI compute 수요에 달려 있을 것이며, AI 산업 전반의 흐름을 가늠하는 척도가 될 수 있다. 소수의 대형 기업들이 동시에 서로의 고객, 공급업체, 그리고 경쟁자가 되는 AI 산업의 상호연결성 역시 고려한다면 이번 CoreWeave의 상장은 AI 산업 전체의 풍향계가 될 가능성이 높다.

그림6 AI 산업 내 주요 기업



자료: 메리츠증권 리서치센터

AI 산업의 풍향계가 될 CoreWeave, 향후 관전 포인트는?

재무구조 개선 여부

CoreWeave가 이번 IPO로 확보한 자금을 통해 부채·자본 구조를 얼마나 안정화할 수 있을지는 중요한 관전 포인트 중 하나다. 하지만 매출총이익률이 70%대에 이를 만큼 본질적인 사업 수익성은 비교적 높다는 점에서, 향후 몇 분기 동안의 순이익 개선과 현금흐름 관리에 따라 추가 재무구조 개선이 가능하다.

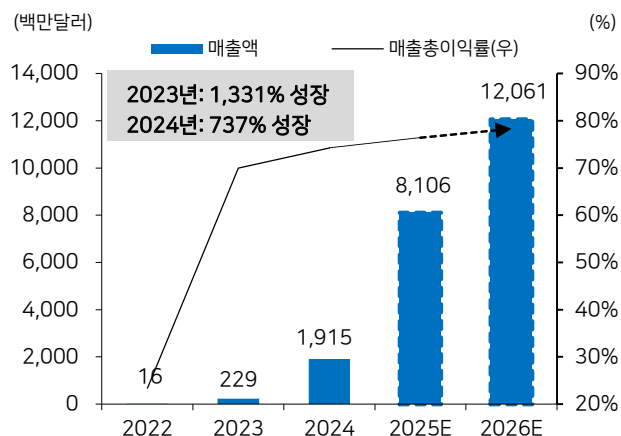
소수 고객 향 수요 유지 및 확대 여부

빅테크 기업들이 내부 AI 인프라를 확장할 것인지, CoreWeave 같은 네오클라우드(Neo-cloud) 파트너를 계속 활용할 것인지를 여부도 주목 포인트다. 대형 클라우드 사업자들이 외부 AI 인프라를 활용하는 것은 단기적, 보완적 성격이 강할 수 있다. 소수 고객의 수요가 중장기적으로 유지되고 확대될지 여부가 중요하다.

분기별 실적 공시

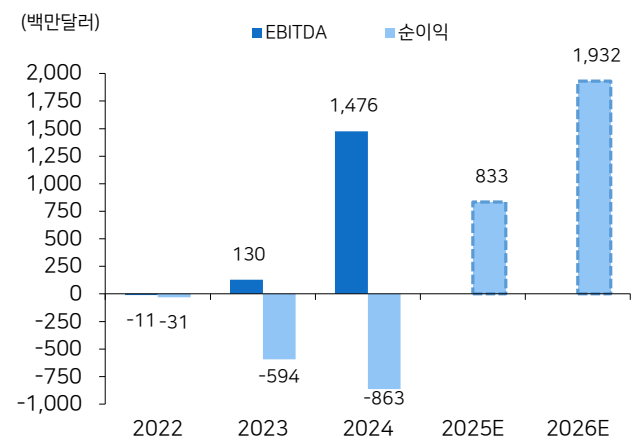
마지막으로 CoreWeave가 분기별 실적 공시를 통해 보여줄 AI Compute 수요 변화이다. CoreWeave는 '순수 AI 인프라' 기업으로서 수요 확대 혹은 둔화가 고스란히 실적에 반영된다. 따라서 향후 1~2년 간 CoreWeave의 추가흐름을 AI 인프라 산업의 풍향계로서 주시할 필요가 있다.

그림7 매출액 및 매출총이익 추이



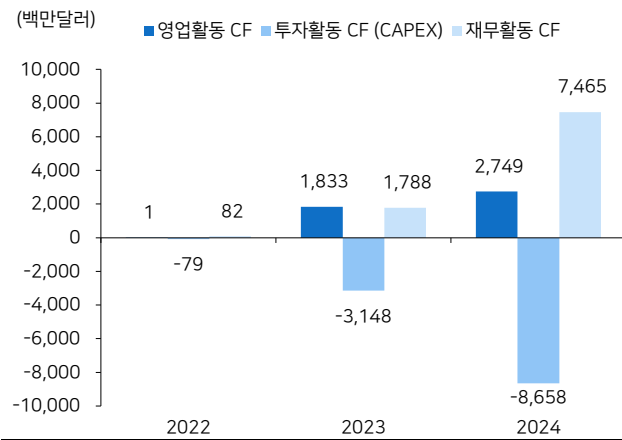
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 EBITDA 및 순이익



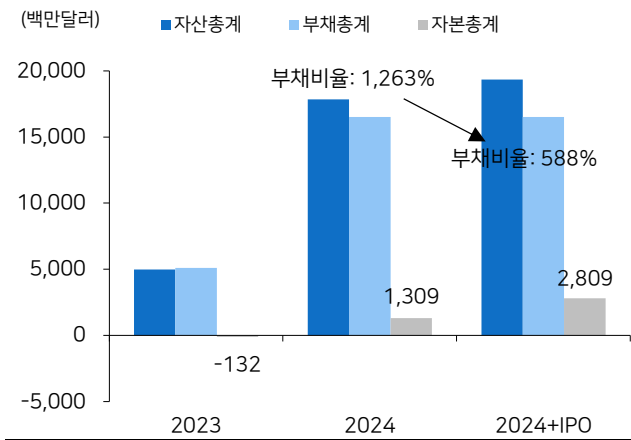
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 활동별 현금흐름



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 부채비율



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원문: CoreWeave's IPO Will Expose AI's Dirty Secrets (Bloomberg)