

전략공감 2.0

Strategy Idea

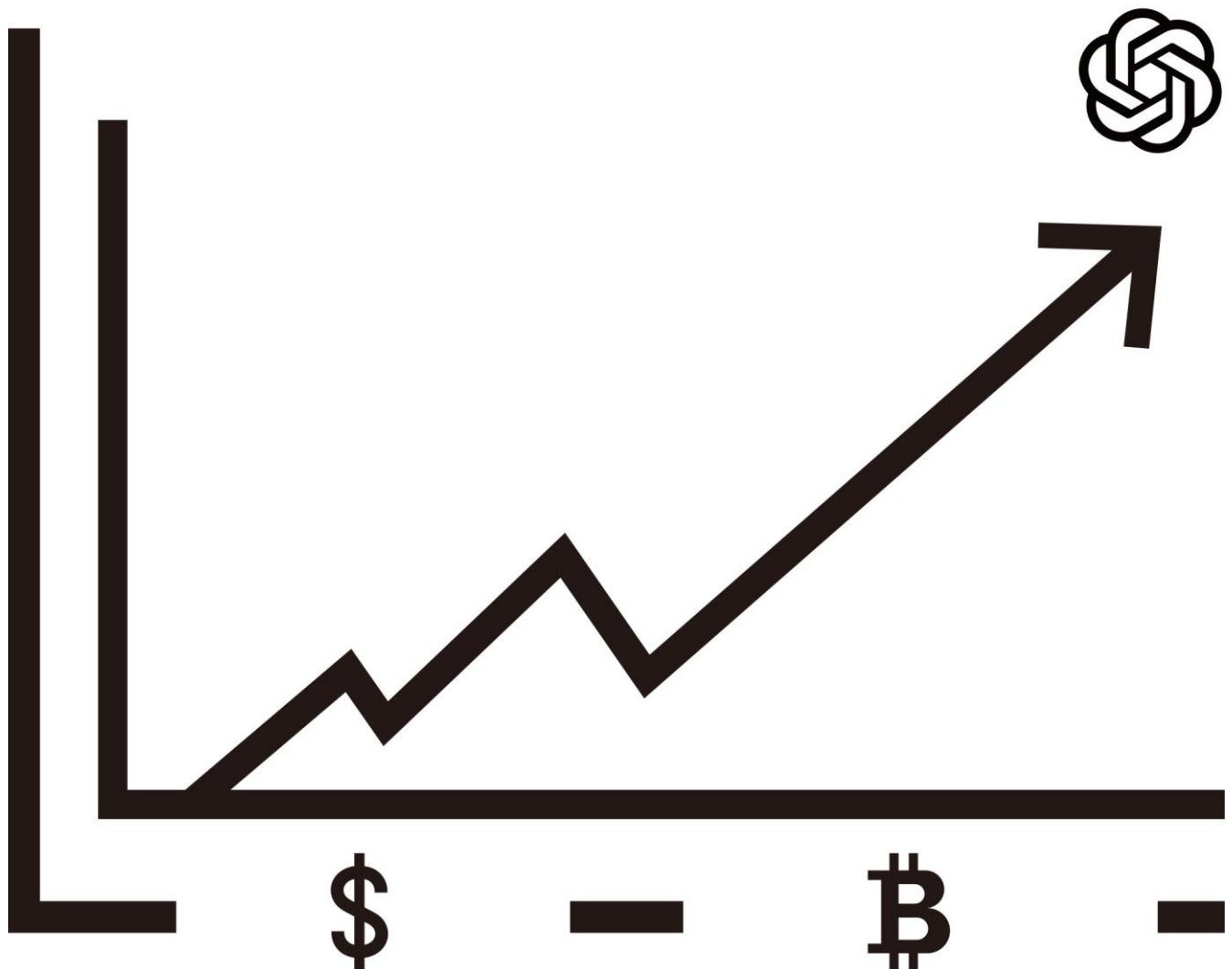
Second Impact, 미국 주택시장

오늘의 차트

미국 경기: 솔림이 야기한 평균의 함정

칼럼의 재해석

데이터 자산화의 새로운 방법



본 조사분석자료는 제 3 자에게 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

Second Impact, 미국 주택시장

- ✓ 관세발 인플레이션 우려에도 예상보다 부진한 고용지표 여파로 연준의 통화완화 기대감 확산. 빅컷까지는 아니지만 9월 인하 실시 이후 10월 연속 인하 가능성까지 높아지고 있어
- ✓ 일부 연준 매파 위원 말대로 고용 우려만으로 10월 연속 인하까지 필요할까 싶지만, 생각보다 부진한 미국 주택시장까지 고민할 필요. 고금리 장기화에 따른 주택거래 위축 및 건축비용 증대, 주택가격 하락은 자산효과 측면에서 소비위축으로 연결될 수 있어
- ✓ 미국 물가에서 가장 큰 비중을 차지하는 주거비 안정까지 미국 부동산 경기 흐름 주목할 시점

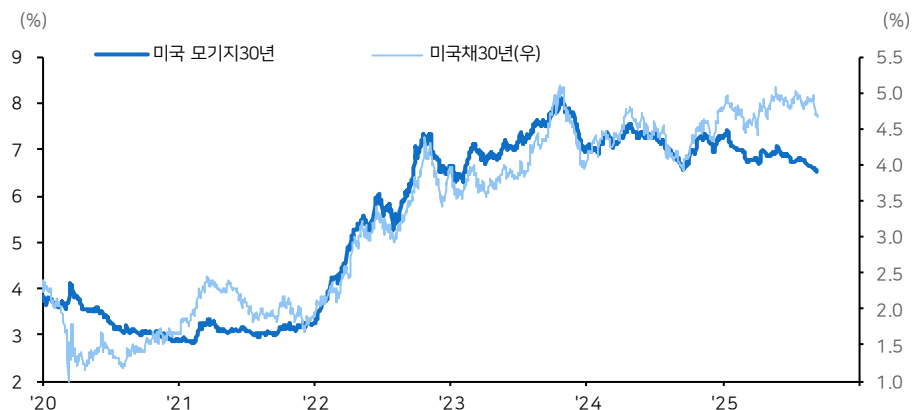
First Impact 고용, 이제 Second Impact로 주택시장 주목해야

올해와 내년 미국 성장률 전망은 유사하게 1.7%이다. 올해 성장률은 해방의 날 이후 1% 중반을 일시적으로 하회하기도 했지만 소폭 개선되는 흐름이다. 잠재성장률을 하회하지만 그렇다고 침체를 걱정하는 수준은 분명 아니다.

그럼에도 시장은 2023년 2.9%와 2024년 2.8% 성장대비 둔화되는 체감경제에 부정적 인식이 강하다. 여기에 7월에 이어 8월까지 예상을 크게 하회한 고용지표를 겨냥하면서 연준의 금리인하를 압박하고 있다.

둔화되는 경기와 관세로 인한 인플레이션 사이에서 연준의 고민은 7월 FOMC까지 동결기조 유지에 그대로 반영되었다. 고용지표 둔화 이전 트럼프의 인하 압력 같은 정치적 부담에도 '인하를 해도 안해도 욕 먹는다'는 인식으로 버텼다.

그림1 미국채30년 최근 반락하기 이전부터 미국 모기지 30년 금리는 선제적 하락



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

경기둔화 진행되며
연준의 금리인하 필요성 증대

연준 금리인하 재개를 앞두고
인하폭을 가늠하고 있는 시장

그런 연준이 이번 주 17일(수) 드디어 금리를 인하할 것으로 예상된다. 작년과 같은 빅컷은 아니겠으나 10월까지 연속 인하를 실시, 연내 3번을 내리 내릴 것이라는 시장의 기대는 선도금리에 80% 이상 반영 중이다. 8월 CPI마저 예상에 부합한 결과를 확인한 이후 '물가<경기'라는 인식이 강화되었다.

고용을 중심으로 부각된 경기둔화,
다음 웨이브는 어떤 형태일까

미국 경기둔화 파도(핵심)로 고용이 부각되고 있지만, 우리는 '경기+물가' 측면에서 두번째 파도가 밀려오고 있다는 생각이다. 미국채30년 금리는 재정 리스크 등을 감안하여 올해 연초대비 하락이 제한되는 과정에서 미국 모기지30년 금리는 2분기 7% 내외 수준에서 국채보다 빠르게 하락, 현재는 6.5%로 50bp 가량 큰 폭의 하락세를 기록했다<그림 1>.

미국 주택시장 상황
전반적으로 좋지 않아

고물가 시기 모기지금리가 미국채30년보다 무려 300bp 이상 스프레드가 벌어지며, 주택구매에 부담 요인으로 부각되었다. 모기지업자들에게는 프리미엄이 커졌지만, 주택거래가 위축되고 집값은 오히려 공급부족으로 상승세를 이어가며 미국 주택시장의 전반적인 상황을 악화시키는 재료가 되었다<그림 2>.

그림2 트럼프 행정부 미국 집값과 주택시장 안정을 도모하기 위해 비상사태 선포 검토

Scott Bessent warns US government could declare a 'national housing emergency' this fall — what you can do now

moneyWISER

Jing Pan

Sat, September 6, 2025 at 12:30 AM GMT+9 • 5 min read

트럼프 행정부, 집값 잡기 위한 국가비상사태 선포 검토

송고 2025-09-02 08:41

연합뉴스

고품질 기사
+ 구독

자료: 각 언론사

그림3 상대적 부진했던 건설주, 금리하락과 정책 기대로 강세로 전환되고 있어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국에서 집을 사는게(purchase) 너무 어렵다

집값 안정을 강조하고 있는
트럼프와 베센트

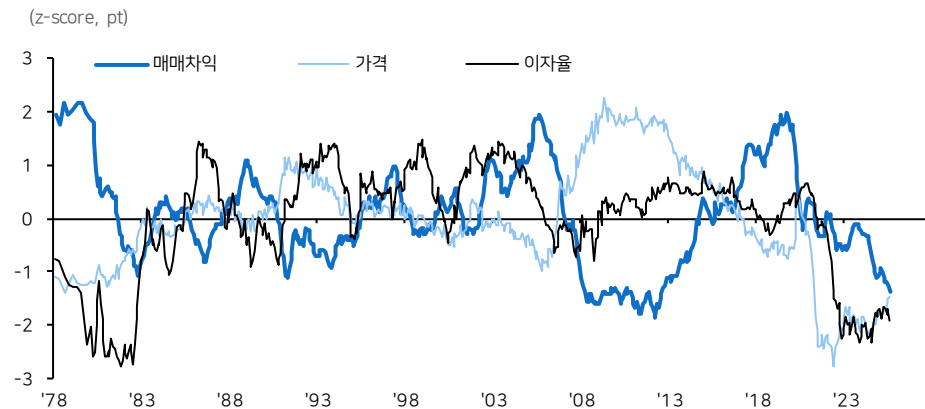
트럼프를 비롯한 베센트 재무장관이 주택시장을 두고 '국가비상사태'를 선언하려는 배경은 집값 안정이 우선이다. 일단 공급 규제를 완화하고 주택거래를 막고 있는 여건도 개선하겠다는 취지이다. 여기서 트럼프는 '파월이 금리를 낮추지 않아 주택 시장 거래가 위축되고, 위험이 커지고 있다'고 비난의 화살을 돌렸다.

집을 구매하는데 고려하는 세가지
요소 모두 비우호적인 미국

트럼프 주장이 낭설만은 아닌 것이 미시간대 소비심리내 1년 이후 소득 여건과 함께 주택구매를 위한 여건이 역사상 최저 수준이다<그림 5>. 보통 사람들이 집을 살 때는 집값과 부대비용(금리), 차익거래 유인(밸류에이션) 등을 고려하는데 일반적으로 3개의 기준은 서로 상대적으로 완충하는 효과가 있는데, 현재는 집값도 비싸고 금리도 높아 집을 사서 차익을 노리는 투기까지 쉽지 않다<그림 4>.

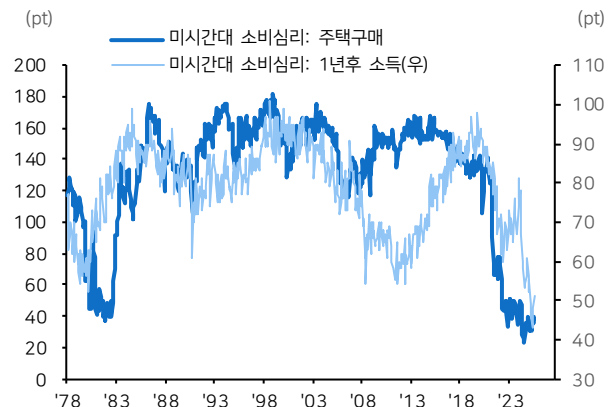
현재 위축되고 있는 고용 여건은 주택시장 동향지표까지 악영향을 미쳐 현재 미국 부동산 경기가 쉽지 않은 여건인 것을 확인시켜주고 있다<그림 6>. 단순히 심리 문제가 아닌 실물경제에서 염려해야 할 수준이라는 것이다.

그림4 소비심리내 주택구매 여건 중 모든 조건이 동시에 이렇게 열악한 적은 이번이 처음



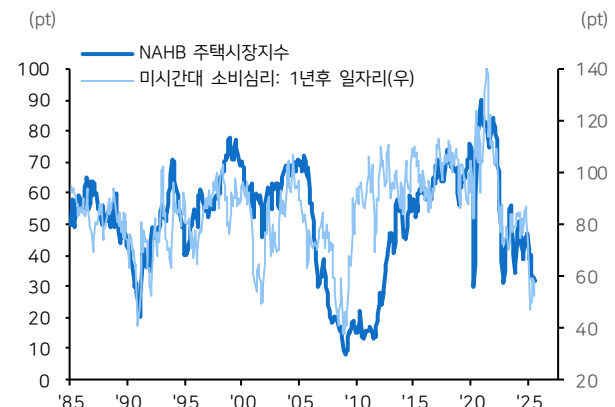
자료: UMich, 메리츠증권 리서치센터

그림5 위축된 주택구매 심리는 소득에 대한 불안과 직결



자료: UMich, 메리츠증권 리서치센터

그림6 부동산 경기는 곧 일자리 안정성과도 직결된 문제



자료: NAHB, UMich, 메리츠증권 리서치센터

업자들은 마진까지 줄여가며 부동산 거래를 체결

2008년 금융위기와 같이 과도한 레버리지를 활용한 부채문제는 아니나, 건설 경기의 위축은 미국경제 둔화가 우려되는 상황에서 재차 부담 요인으로 부각될 수 있기에 주목할 필요가 있다. 모기지금리가 국채금리와 스프레드를 줄이는 것은 모기지업자들이 프리미엄을 희생하면서, 거래를 일으키고 있다는 의미이다.

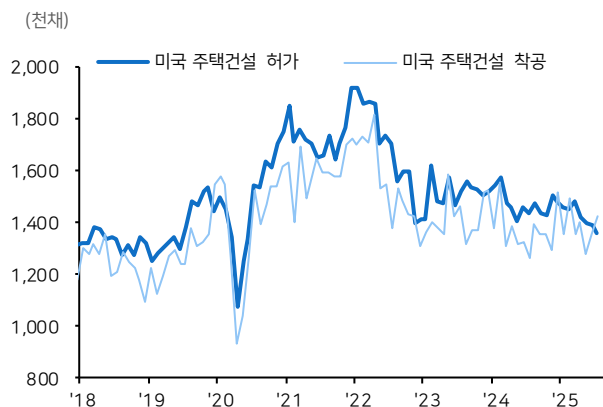
건설지표 탄력이 둔화된데다 주택구매여건 취약성 부각

현재 미국 주택시장의 허가 및 착공 데이터의 경우 팬데믹 이후 일시적으로 급등했으나 2023년 고금리와 물가상승에 따른 원가부담이 늘면서 정체되는 흐름이다<그림 7>. 주택구매여력지수의 경우 1990년대와 비교할 때 미시간대 소비심리보다 양호하다고 할 수 있으나, 금융위기 직후 주택가격과 금리가 급격히 낮아지면서 역사적 수준으로 개선된 구매여건대비 취약한 상황이다<그림 8>.

가계약, 공실률, 거래 불발 등 모두 한 방향을 가리키고 있어

미국 주택시장 위축을 확인할 수 있는 또 한 부분은 가계약 매수(pending sales: 잔금이나 주택매수 처리를 마무리하지 않은 주택)가 낮고 공실률은 늘고 있다는 점이다<그림 9>. 특히 집을 사겠다고 계약했다가 무너지는 비율이 물가 충격이 들어온 2022년 이후 레벨업되어 올해 14.9%로 최대치이다<그림 10>.

그림7 팬데믹 이후 집을 많이 짓겠다 했지만 최근 탄력 둔화



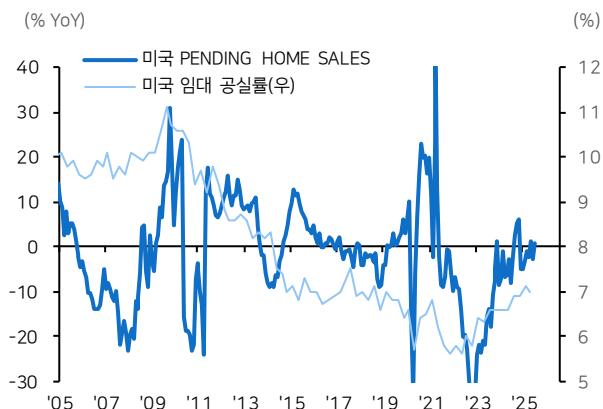
자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림8 가격, 금리, 향후 기대 등 주택구매여건이 매우 위축



자료: US NAR, 메리츠증권 리서치센터

그림9 집을 사려는 가계약은 부진, 반면 공실률은 올라와

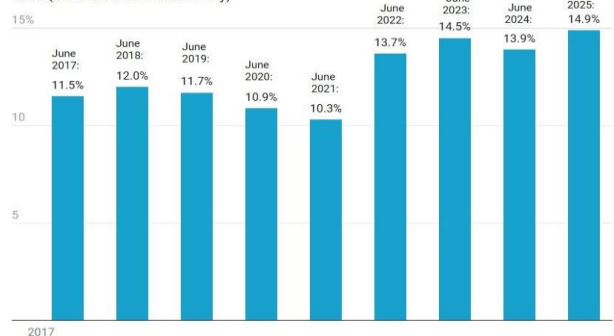


자료: US NAR, 메리츠증권 리서치센터

그림10 집을 사려고 계약까지 했는데 깨지는 비율이 14.9%

15% of Contracts Fell Through in June, the Highest Level For This Time of Year on Record

Pending U.S. homes sales that fell out of contract, as a percentage of all pending U.S. home sales (this chart shows June only)



자료: WSJ

한마디로 미국 부동산 경기는 역사적 최악인 상황인 것이다. 서브프라임 당시보다 레버리지 부담은 적을 수 있으나 여러모로 현재 미국 부동산 경기에 정책적 대응이 필요해진 것은 분명하다.

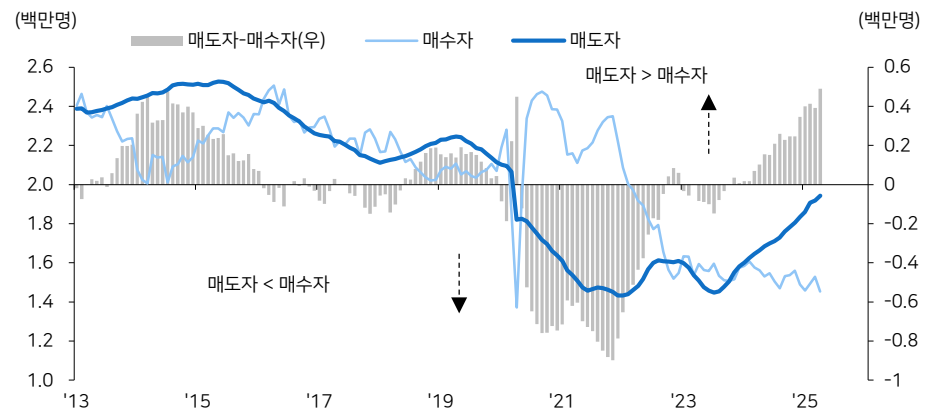
새집만 팔리다보니 주택공급이 원활하지 않은 실정

그나마 미국에서도 새집을 선호하는 현상이 있어 신규주택판매는 팬데믹 이전 수준에서 무난한 편이라고 할 수 있으나, 전체 주택시장 공급에서 중요도가 더 크다고 볼 수 있는 기존주택판매는 바닥수준에서 벗어나지 못하고 있다<그림 12>. 이는 기존 집을 사고 저금리에 구매한 사람 입장에서 내놓을 이유가 없다는 것과도 상통하는 이야기이다.

매수자 우위 시장에 점점 주택재고만 쌓여가는 중

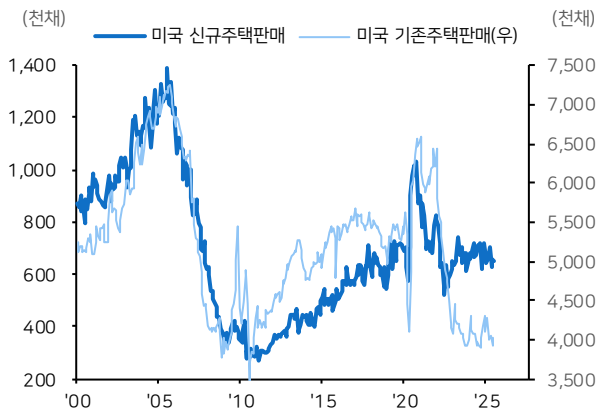
때문에 미국내 집을 사려는 매수자 vs 매도자를 비교하면, 매수자가 적어 우위로 바뀐 상황이다<그림 11>. 팬데믹 당시 2배 가까이 매수자>매도자 였던 상황이 현재 1.5백만명 매수자대비 매도자 1.9백만명으로 재고가 쌓이고 있다. 실제 미국 기존주택판매량은 여러 이유로 제한적인 상황임에도 재고는 팬데믹 이후 최고치로 늘어난 것도 이를 뒷받침한다<그림 13>.

그림11 집을 사려는 구매자는 바닥 수준인데 팔려는 사람들은 계속 늘고 있어



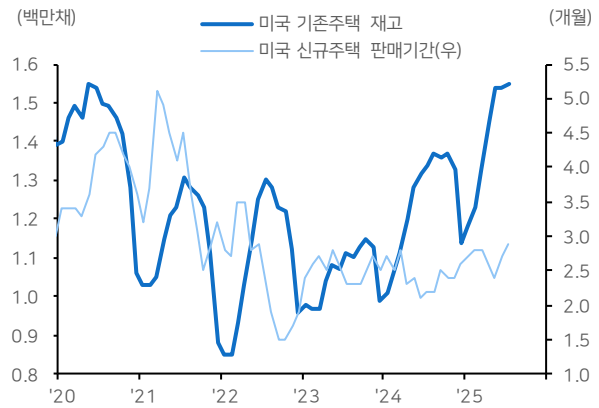
자료: Redfin, 메리츠증권 리서치센터

그림12 미국도 그나마 새집은 팔리지만 기존주택거래는 바닥



자료: US Census Bureau, US NAR, 메리츠증권 리서치센터

그림13 그렇게 미국의 주택재고는 빠르게 늘어가고 있어



자료: US Census Bureau, US NAR, 메리츠증권 리서치센터

고금리 장기화에 따른 미국 부동산 시장 신뢰성 약화

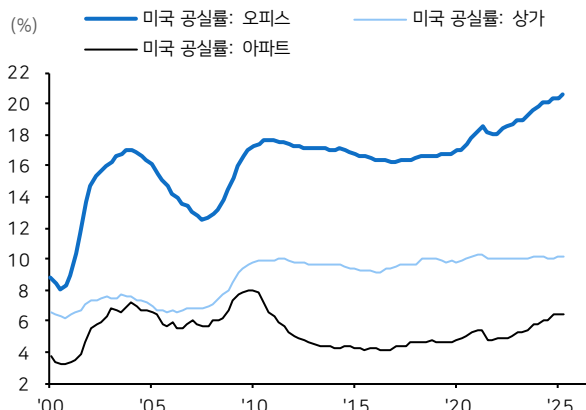
미국 부동산시장 안정을 위해서 공급 증대나 가격하락을 유도하는 것은 여러모로 부담이 크다. 그렇기 때문에 부동산을 구매하는데 들어가는 부대비용을 낮추는 것이 당장 빠르게 대처할 수 있는 부분이다.

미국 부동산시장 문제의 효과적인 대책은 금리 낮춰주기

세제 혜택 등도 검토할 수 있겠으나 가장 먼저 눈에 들어오는 것은 최근 하락하고 있다고 하나 여전히 높은 모기지 금리이다. 6% 중반 수준의 모기지 금리는 펜데믹 당시 2.8%대까지 낮췄던 바닥 대비 2배가 넘는 수준이다. 때문에 트럼프는 파월이 금리를 낮추지 않아 모기지 금리가 고공행진을 이어가고 있다고 비난의 화살을 돌리고 있는 것이다.

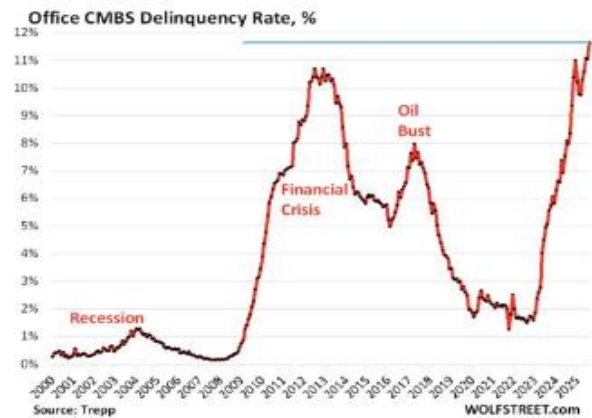
큰 틀에서 부동산 경기는 주택시장이 핵심이지만, 금리가 오른 이후 상업용 부동산 관련 여건은 주택보다 훨씬 더 열악하다는 점에서 간과해서는 안된다. 그나마 미국이 잠재성장률을 상회하는 과정에서는 일부 신용리스크는 누르고 갈 수 있었으나 최근 관련 지표들의 악화가 심화되고 있다.

그림14 주택 이외 상업용 부동산의 취약성은 더 높은 편



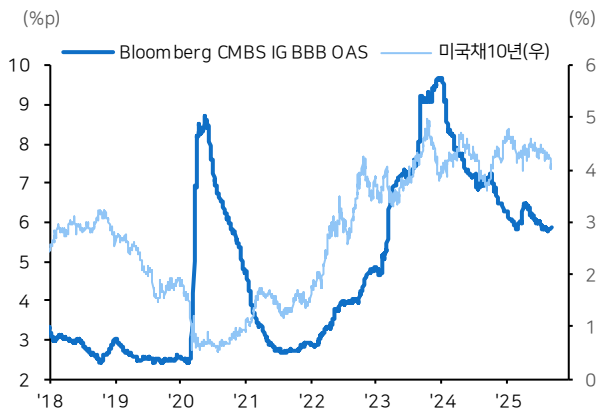
자료: REIS, 메리츠증권 리서치센터

그림15 일부 오피스 관련 부동산 신뢰도 주의 수준



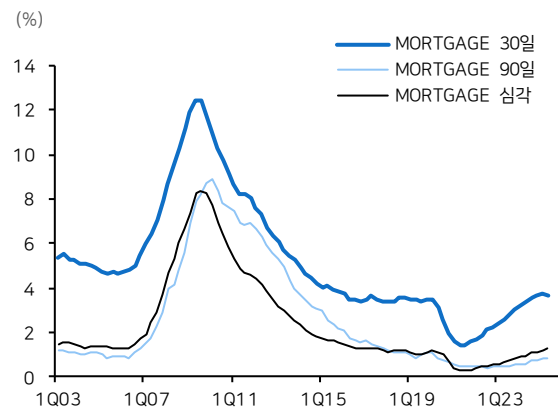
자료: Trepp

그림16 미국 CMBS 관련 신용스프레드 절대수준 매우 높아



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림17 모기지 연체율 레벨 낮아도 펜데믹 이전 수준 넘어서



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

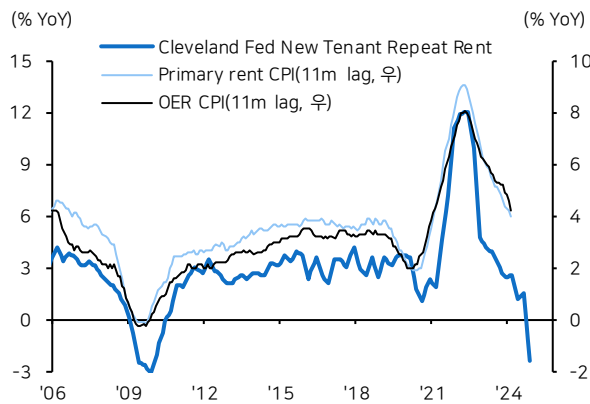
상업용부동산과 관련해 연체 등 신용리스크 부상

상업용 부동산의 대표인 오피스는 공실률부터가 20.6%로 다른 상업 & 주거용보다 매우 높다<그림 14>. 관련해 오피스 CMBS의 연체율은 금융위기 수준을 넘어서며 취약성이 심화되고 있다<그림 15>. 투자등급의 기준인 BBB 등급의 CMBS 스프레드 역시 최근 스프레드를 줄이고 있다고 하나 600bp가 넘는 수준으로 해당 자산의 취약성의 원인이 되고 있다<그림 16>. 상업용보다는 양호하다고 하나 모기지 전체 연체율 역시 팬데믹 이전 수준을 넘어서 있다<그림 17>.

월세 등 부동산 가격지표 하락은 자산효과 감안시 마냥 좋지 않아

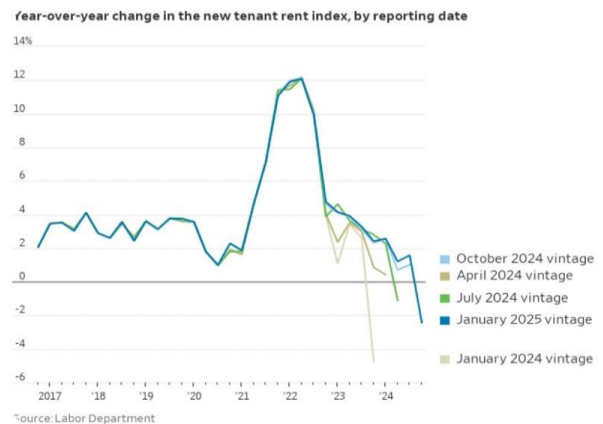
미국 부동산 시장이 거래위축에도 주택시장 가격만 오르면서 나타나는 현상이 월세(rent)의 하락이다. 클리블랜드 연준에서 집계하는 미국 월세 종합지수는 미국 주택가격 및 주거비의 선행지표로 현재 하락하는 기울기가 매우 가팔라 금융위기 수준의 약세를 보이고 있다<그림 18>. 물가상승기 반작용이 컸다고 하나 빈티지별 월세 약세는 최근 4개월째 mom으로 하락세를 기록하는 주택가격으로 연결되고 있다<그림 20>. 트럼프 행정부에서 집값 안정을 표면적으로 내세우고 있으나, 자산시장의 중심인 부동산 가격하락은 실물경제에 긍정적이기 어렵다.

그림18 주거비 선행지표인 월세 가격 급락



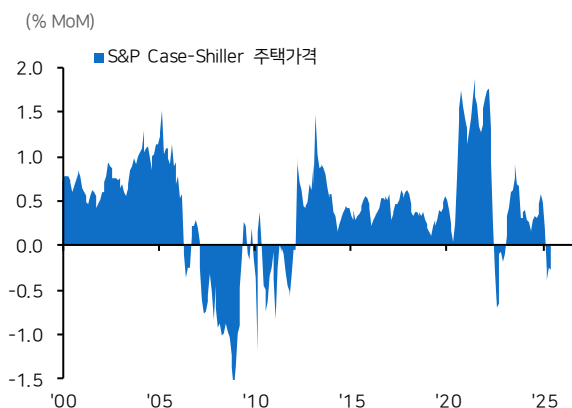
자료: CV Fed, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림19 빈티지별 임대료 전방위적 약세



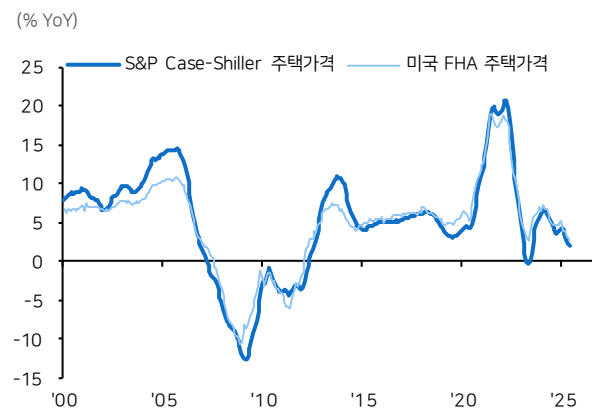
자료: MS

그림20 올해 3월부터 미국 주택가격 월간 마이너스 기록



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 주택가격 하락을 안정이라고 좋아할 타이밍인가?



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 건설투자 위축기에 동반하여 나타나는 경기 침체기

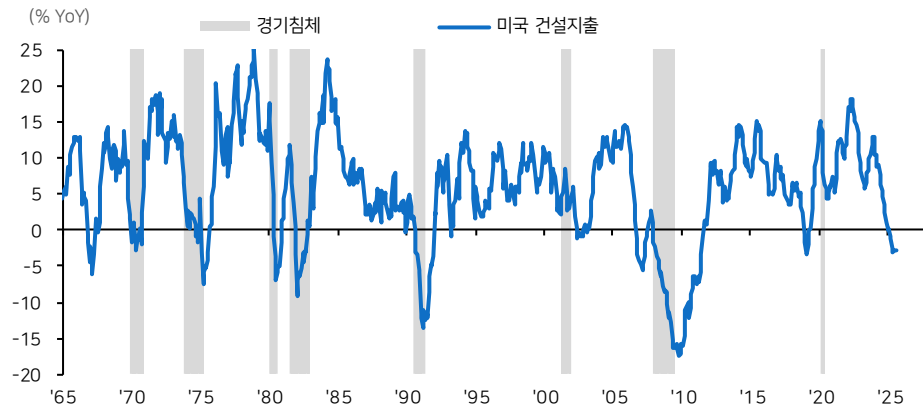
역사적으로 미국 건설투자가 현재처럼 위축기에 진입하면 다수의 경험은 미국 경제가 침체에 빠지는 계기가 되었다는 점이다<그림 22>. 공급이 문제인 주택시장이면에 과잉 거품이 꺼지고 있는 상업용 부동산까지 미국경제는 내년까지 해결해야 할 문제가 늘어나고 있다.

부동산은 고용 외 연준이 금리를 낮춰야 하는 또 다른 이유

OBBBA 통과 이후 재정여력이 일부 개선되었다고 해도 내년 중간선거까지 아껴 써야 한다. 고용 여건 위축은 소득 불안으로 소비 위축을 자극하고, 핵심 자산인 부동산까지 위축으로 몰고 갈 위험이 커졌다. 연준이 금리를 낮춰야 할 핵심 이유가 한가지 더 추가되었다고 봐야 할 것이다<그림 23>.

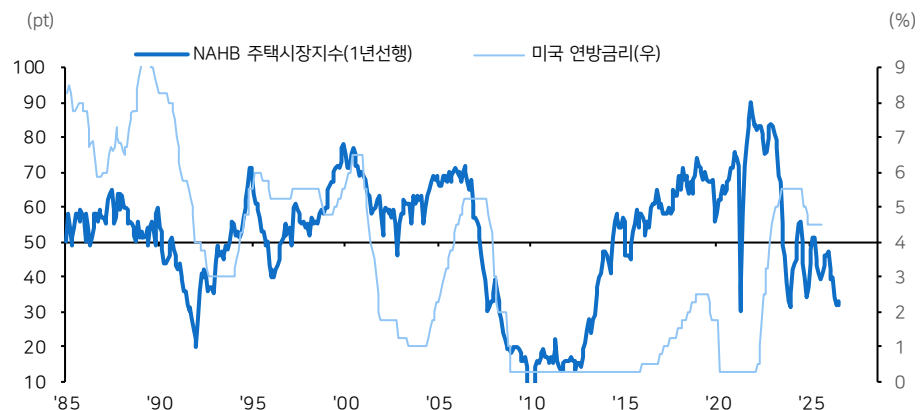
우리는 2026년 신임 연준의장이 금리인하 기조를 강화하는 것에 경계감을 가지고 있으며, 그 이유로 고용보다 부동산 시장 위축을 강조할 것으로 본다. 주택가격 안정은 실물경기 위축과 동시에 서비스 물가에서 가장 큰 비중(CPI중 40%, PCE 중 20%)를 차지하는 주거비 안정을 도모할 수 있기 때문이다.

그림22 미국 건설투자 부진, 고물가와 고금리의 합작품으로 판단



자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림23 금리인하의 1차적 이유가 고용이나 2차적 주택시장 안정도 가세할 것

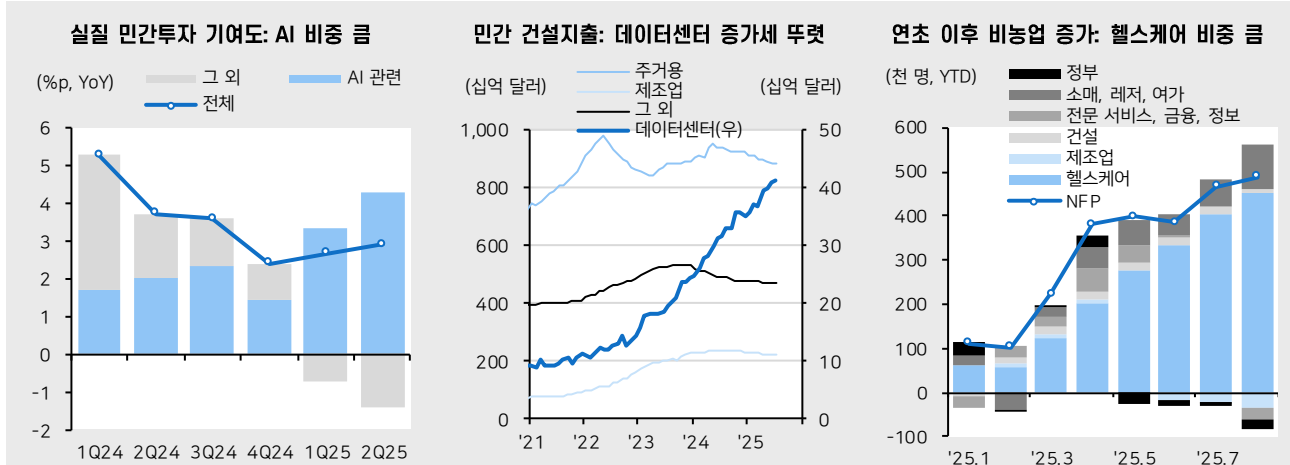


자료: NAHB, Fed, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

박민서 연구원

미국 경기: 쓸림이 야기한 평균의 함정



주: 첫번째 그림의 AI 관련은 SW, 컴퓨터 장비, 통신 장비, 전력/통신 관련 건설(데이터 센터)을 대상으로 YoY 기여도를 산출

자료: Financial Times, Bureau of Economic Analysis, U.S. Census Bureau, U.S. Bureau of Labor Statistics, 메리츠증권 리서치센터

미국 경기 둔화 우려에도 불구하고,
침체 상황은 아니다

미국 경기에 대한 우려가 지속적으로 제기되고 있다. 그러나 NBER(전미경제연구소)에 따르면 경기침체는 경제 전반의 심각한 활동 감소가 몇 달 이상 지속되는 것이다. 즉 NBER이 제시하는 6가지 기준(실질개인소득, 비농업고용, 가계조사 고용, 실질제조업 및 판매, 산업생산)의 모멘텀은 둔화되었으나, 침체에 해당할 정도는 아니라는 것이다. 이는 경제 일부 요소가 전체 성장을 견인하고 있기 때문이다.

이유

1) AI 데이터센터 건설 하드캐리

우선 올해 미국 GDP의 20%를 차지하는 민간투자에서 AI 산업의 기여도가 컸다. 전체 증가율이 1Q +2.67%, 2Q +2.91%인데, AI 관련 기여도가 각각 +3.38%, +4.31%이다. 즉 AI 산업을 제외하면 역성장한 것이다. 특히 데이터센터 건설의 증가가 두드러졌다. 민간 건설지출 내에서 데이터센터는 증가율이 (+)로 성장세를 지속했으나, 나머지는 '24년 이후 감소했다. 실제로 데이터센터 건설이 집중된 캘리포니아/텍사스/뉴저지 지역은 전체 GDP의 약 30%를 기여하고 있다.

2) 헬스케어 고용 증가

또한 올해 고용 증가에서도 헬스케어 단일 부문의 기여도가 컸다. 비농업취업자수의 연초 이후 누적 증가분을 계산해보면, 8월까지 전체 48.7만 명 증가한 가운데 헬스케어가 45.3만 명 증가하며 93%를 차지했다. 특히 전월대비 증가분의 경우, 최근 5월(+1.9만), 6월(-1.3만), 8월(+2.2만)은 헬스케어(5월 +7.2만, 6월 +5.9만, 8월 +4.7만)를 제외하면 고용이 감소했다.

일부가 주도하는 미국 경제 성장,
지속가능성에는 물음표

트럼프 2기 관세 충격에서 경기를 방어한 것은 민간투자이고, 그 마저도 AI라는 일부 산업에 의해 주도되었다. 뿐만 아니라 현재 경기 둔화 우려의 중심에 있는 고용 역시 헬스케어 비중이 컸는데, 이는 고령화/질병의 영향이 크기에 생산성 증대를 반영한다고 보기 어려운 측면이 있다. 따라서 일부 성장 동력이 전체를 지탱하는 형태가 계속 지속될 수 있을지 지켜볼 필요가 있다.

칼럼의 재해석

박보경 연구원

데이터 자산화의 새로운 방법 (ZDNET)

AI 기업들은 가능한 한 많은 콘텐츠를 웹사이트에서 긁어가면서(Scraping) 동시에 정보를 추출하고 있다. 지난 몇 년 동안 AI 기업들은 인터넷의 콘텐츠를 무료로 즐겨왔다. 한편 오리지널 콘텐츠를 제공하는 퍼블리셔들의 주 수익원은 콘텐츠와 같이 표시되는 광고이다. LLM의 등장으로 인해 이러한 광고 수익 모델은 한계에 직면하고 있는 반면, AI 기업들은 무료로 획득한 콘텐츠에 기반해 수익을 창출하고 있는 것이다.

이에 대해 9월 11일 Reddit, Yahoo, People, O'Reilly Media, Medium과 같은 대형 퍼블리셔와 기술 기업들이 대응책을 제시했다. 바로 Really Simple Licensing(RSL) 표준이다. 과거 표준이 크롤링의 허부 여가만 AI 모델들에게 공지했다면, RSL은 데이터 크롤링을 1) 무료로 제공할 지, 2) 구독을 요구할 지, 3) 응답 생성 횟수마다 요금을 청구할 지를 AI 모델이 읽을 수 있는 형태로 제공한다.

한편 일부 대형 퍼블리셔들은 자발적으로 RSL Collective로서 참가하여 권리 청산소 역할을 자처하고 있다. 이때 Collective는 개별 퍼블리셔들이 모여 저작권 풀을 형성하여 집단으로서 대형 AI 기업들과 협상을 시도하는 단체이다. 즉 RSL은 퍼블리셔들이 AI와 공정하게 협상할 수 있는 새로운 프레임워크로, 퍼블리셔들에게 보상을 지급하여 양질의 콘텐츠 생성을 지속할 수 있게 할 것이다.

퍼블리셔 기업들이 데이터 자산화에 나서기 시작

RSL의 등장: AI가 데이터를 수집할 때 “비용 지불 방식”을 고지

9월 11일, Reddit을 비롯한 퍼블리셔 16 곳이 RSL(Really Simple Licensing) 프로토콜을 공식적으로 지지하겠다고 발표한 바 있다. 이 프로토콜은 LLM 모델들이 학습 혹은 응답 생성을 위해 퍼블리셔의 콘텐츠를 가져올 때(Crawling, 크롤링) 비용 지불 방식을 고지하는 프로토콜이다. 기존에 채택되고 있던 프로토콜은 크롤링의 허가/금지 여부만을 고지했으나, 무시되는 경우들이 빈번함에 따라 이에 대응하기 위해 새로이 고안된 프로토콜이다.

사실 ChatGPT의 등장부터 데이터 자산화 시도는 빈번했음

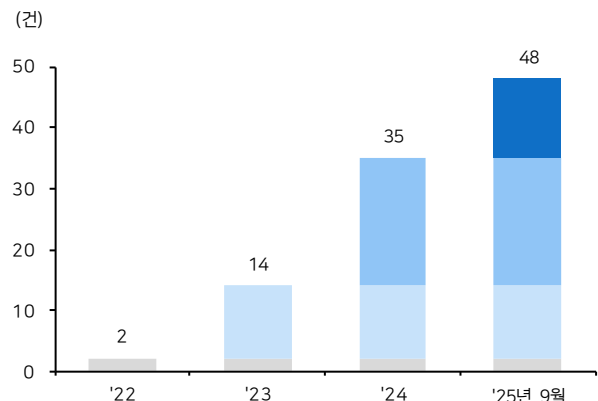
사실 이러한 AI 기업 - 퍼블리셔 기업의 콘텐츠 관련 분쟁은 LLM 모델이 등장함과 동시에 시작되었다. ChatGPT가 본격적으로 활성화된 '23년 당해에만 저작권 관련 법적 분쟁이 12건이 발생했으며, '25년 9월 현재 그 수치는 48건까지 확대되었다. 이를 종합했을 때 퍼블리셔들이 데이터를 하나의 수익원으로 만들고자 하는 전략이 본격화되고 있음을 알 수 있다.

표1 RSL 참여 의사를 밝힌 퍼블리셔 목록

구분	RSL 지지 선언 기업들
전통적 퍼블리셔, 미디어 그룹	People Inc., Ziff Davis, O'Reilly Media, The Medium, The Daily Beats, Ranker, Evolve Media
플랫폼, 커뮤니티	Reddit, wikiHow, Quora
포털, 대형 인터넷 기업	Yahoo, Internet Brands
기술, 인프라, 애드테크	Fastly, Raptive, Miso.AI, ADWEEK

자료: RSL, 메리츠증권 리서치센터

그림1 AI 기업 대상 저작권 법적 분쟁 추이



자료: Map of US Copyright Suits vs AI, 메리츠증권 리서치센터

등장 배경: 콘텐츠 활용은 늘어나지만, 방문객은 적어져...

LLM에서 콘텐츠가 참조되는 횟수는 확대되고 있으나,

퍼블리셔의 콘텐츠 보호 움직임이 활성화되고 있는 이유는 AI의 콘텐츠 사용에 대한 정당한 대가를 지불받지 못하고 있기 때문이다. LLM 모델들이 원본 출처로서 퍼블리셔의 데이터를 참조하는 횟수는 '24년 100만 회에서 '25년 현재 2,520만 회까지 증가했다(그림 2).

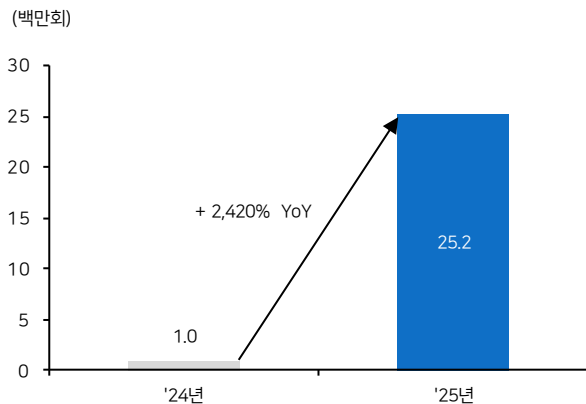
다만, 클릭으로는 이어지지 않음

다만 문제는, 사용자들이 원본 링크를 클릭하지 않는다는 데 있다. Zero Clicks 비중은 전체 검색 횟수 대비 실제 클릭으로 연결되지 않는 비중을 의미한다. 이 비중이 '24년 5월 57%에서 '25년 5월 68%까지 확대됨과 동시에 퍼블리셔들의 웹 방문 트래픽은 동기간 월 21억회에서 17억회로 -16% 감소했다(그림 3).

이에 따라 주 수익원이던 광고 수익에 대한 우려가 확산되는 중

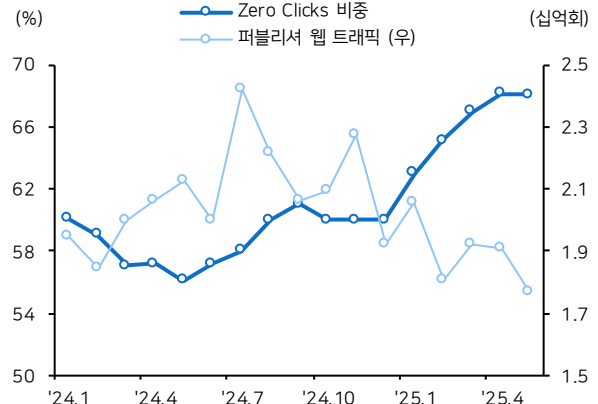
퍼블리셔 입장에서는 콘텐츠 사용료를 받지 못하는 것에 더하여 방문 트래픽까지 줄어들어 기존 수익원인 광고 수익까지 위협받게 된 것이다. Media Alliance는 퍼블리셔들이 이로 인해 연간 230억달러의 손실을 보고 있다고 언급하기도 했다. 이에 퍼블리셔들은 크게 두 가지의 방식으로 대응하고 있다.

그림2 퍼블리셔 원문이 참조되는 경우는 확대되었으나,



자료: SimilarWeb, 메리츠증권 리서치센터

그림3 실제 클릭으로 이어지는 빈도는 오히려 낮아진 상황



자료: SimilarWeb, 메리츠증권 리서치센터

두 방향의 대응방식

1. AI 기업들과 데이터 라이선스 계약 체결

대형 데이터베이스를 구축한 퍼블리셔는 AI 기업과 계약 체결

첫번째는 AI 기업들과 라이선스 계약을 체결하는 것이다. 대표적으로 Reddit이 1Q24, 2Q24 각각 Google과 OpenAI와 계약을 체결했다. 각각 연 600만 달러, 700만 달러 규모로, 계약 매출이 인식되는 Others 사업부의 비중이 4Q23 2.9%에서 2Q24 9.99%까지 급등했다(그림 4). 다만 추가 계약이 발생하지 않음에 따라 매출 규모는 플랫폼하게 유지되고 있고, 비중은 감소하고 있다.

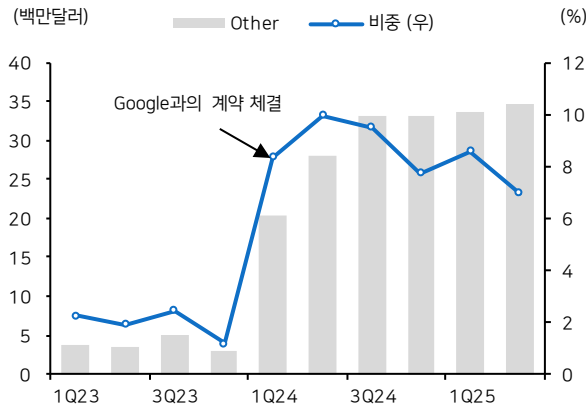
다만 계약 체결 빈도와 규모가 성장하고 있지는 않음

전체적으로도 딜 개수와 규모가 줄어들고 있다. '24년 공개된 라이선싱 딜 개수는 19개였으나, '25년 9월 현재 5개 수준이다. 딜 평균 규모의 감소 또한 두드러진다. 규모가 공개되지 않은 딜이 많지만, 공시된 딜로 한정했을 때 평균 규모가 '24년 6,500만 달러에서 '25년 9월 3,000만 달러까지 하락했다(그림 5).

이는 대형 퍼블리셔들은 이미 계약 체결을 완료했기 때문

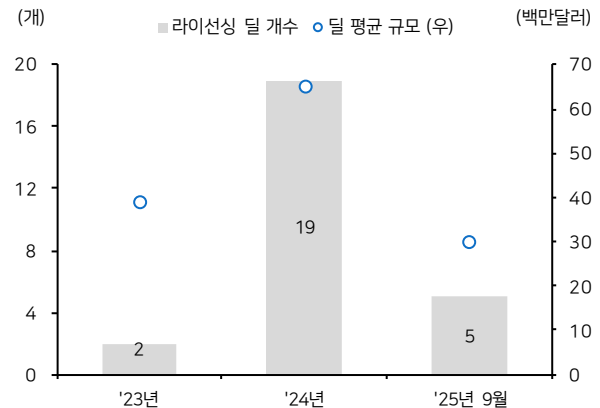
이는 '23년-'24년에 이미 Shutterstock, Reddit 등 대형 데이터베이스를 구축한 퍼블리셔와 계약 체결이 진행되었기 때문에 중소 퍼블리셔와의 계약이 더 작은 규모로 이뤄지고 있다는 것으로 해석되기도 한다.

그림4 Reddit 기타 사업부 매출 비중: 계약 체결 이후 급등



자료: Reddit, 메리츠증권 리서치센터

그림5 다만 계약 체결 빈도와 규모는 '24년 대비 축소



자료: AIWatch.dog, 메리츠증권 리서치센터

2. 데이터 마켓플레이스 조성: 사용량 기반 과금

RSL: 사용량 기반 과금을 요구할 수 있으나 강제성은 없음

일각에서는 사용량 기반 과금 프레임워크가 확산되며 데이터 시장을 조성하고자 하는 움직임이 발생하고 있다. 앞서 언급한 RSL도 그 중 하나이나, 기술적으로 AI 모델의 크롤링을 금지하는 강제성을 지니고 있지는 않다.

Cloudflare: 기술적으로 강제하는 베타 서비스 출시

한편 무단 크롤링을 방지하고, 사용량에 기반해 과금하는 Pay-per-crawl 서비스도 등장하기 시작했다. 이는 AI 모델이 웹사이트에 접속해 페이지의 데이터를 복사할 때 마다 결제 신호를 보내는 서비스이다. AI 모델이 결제에 응한다면 콘텐츠에 접근 가능해지고, 그렇지 않는다면 차단된다. 현재까지 AP News, Reddit이 지지를 선언했으며 Fortune, Time, Pinterest 등은 시범 운영에 참여하고 있다.

기회는 어디에?

퍼블리셔는 사용량 기반 과금을 선호하는 분위기이나,

퍼블리셔들은 일회성 계약 대비 사용량 기반 과금 구조에 더 찬성하는 분위기이다. 1) 대형 계약의 경우, 퍼블리셔의 콘텐츠가 훈련 데이터로 언제/얼마나 활용되는 지 알 수 없기 때문에 실제 사용 가치와 보상 사이에 단절이 생기며, 2) 중소형 퍼블리셔의 경우는 대형 계약을 이끌어내기 비교적 어렵기 때문이다.

AI 기업들에게는 어느 것이 더 경제적인지 밝혀진 바는 없음

향후 관건은 AI 기업들이 사용량 기반 과금 프레임워크를 채택할 지 여부이다. 다만 1) 아직 일회성 계약과 사용량 기반 과금 구조 중 어떤 것이 AI 기업에게 더 경제적인지 밝혀진 바가 없다. 또한 2) Reddit, WSJ, FT을 비롯한 주요 퍼블리셔와의 계약이 이미 완료된 상태이기에 중소 퍼블리셔들과의 계약 필요성이 크지 않을 수도 있다. 따라서 데이터 시장 확장과 이에 따른 시장 조성 기업들의 수혜를 판단하기 위해서는 AI 기업들의 수용 여부가 우선적으로 확인되어야 할 것이다.