



2026. 2. 6 (금)

Cowork 모먼트: GPT vs DeepSeek?

- 세상에 없던 새로운 것이 생긴다 vs 있던 것이 효율화 되어 대체된다
- 없던 수요를 만든다 vs 있던 수요를 줄인다/과잉공급이 온다
- Cowork 모먼트는 두 가지가 혼재되어 있으나 전자가 더 클 것. 걱정은 기우
- ‘비상장기업 비대화’가 유발하는 착각 → AI 산업 둔화/지연이 아닌 자본 이동
- 이 착각이 AI H/W(반도체 등) 수요 우려까지 이어지는 것은 과함

글로벌 투자전략-선진국

Analyst 황수욱

soowook.hwang@meritz.co.kr

엔트로픽의 Claude Cowork는 에이전트/플러그인 기반 업무 자동화 AI 모델. 세상에 없던 새로운 AI의 등장은 주식시장의 변곡점을 만들어 옴. 2022년 11월 ChatGPT 3.5의 등장은 AI 산업 물결을 출발시켰던 효시. 세상에 없던 새로운 개념의 등장은 새로운 수요 창출의 기대를 반영하며 관련주의 급등을 유발. 2025년 1월 DeepSeek의 등장은 기존에 있던 것을 효율화해 대체한다는 인식으로 이어짐. 하드웨어 과잉 공급 우려를 촉발

Cowork 모먼트를 소화하는 중. 지금은 GPT 모먼트보다 DeepSeek 모먼트로 해석하며 AI 하드웨어 과잉공급 우려까지 확대. 상기해야 할 점은 딥시크 확인 이후에도 1년간 결국 하드웨어의 초과수요는 심화되었다는 것. 기존 S/W 기업들의 AI 수요는 위축되어도 직접적인 AI 에이전트 사용은 증가할 것으로 보는 게 타당

기존 S/W 기업들의 AI 하드웨어/인프라 가수요의 위축 우려도 과장되었다고 봄. 애초에 이들의 수요는 거의 늘지 못함. <그림 1>을 보면 2025년 이후 CSP 3사의 클라우드 RPO(잔여 이행 의무)가 크게 늘기 시작했음에도 미국 S/W 기업들의 RPO는 거의 변함없음. 추가적으로 위축될 요인이 많지 않다는 점을 방증

반면 CSP 3사 AI 클라우드 서비스의 실질적 수요는 대부분 비상장 AI S/W 기업(OpenAI, xAI, Anthropic 등)들에 기인한다고 볼 수 있음. MSFT의 4Q25 실적발표에서 공개된 RPO 6,250억달러 중 45%가 OpenAI, Anthropic 관련 300억 달러 달이 포함. 최근 실적발표에서 공개된 오라클의 RPO도 WSJ 보도에 따르면 전체 RPO 5,230억달러 중 OpenAI 관련 3천억 달러가 포함

AI의 실질적 수요가 비상장 기업을 중심으로 일어나는 가운데, 유일하게 상장 기업 중에는 알파벳을 통해 관련 실적을 수치로 확인할 수 있고, 시장은 이를 알파벳의 주가로 반영하고 있는 중

Anthropic의 Claude Cowork는 어찌됐든 이전의 인간의 노동력 일부가 AI 컴퓨터로 대체되는 것은 자명함. 비슷한 AI는 향후 구글이나 OpenAI에서도 확인될 것. 이들의 연산수요가 아직은 정확히 눈에 보이지는 않지만 Cowork는 AI ‘에이전트’이기 때문에 이전 AI 대비 기하급수적인 AI 연산 수요를 유발하게 될 것. Cowork 모먼트는 AI 에이전트의 본격적인 수익화 및 확산의 신호일 수 있음

DeepSeek 모먼트와 마찬가지로 세상에 없던 새로운 AI가 주는 충격은 효율화에 따른 기존 산업을 대체하는 크기보다 더 많은 사용자 및 사용량 증가에 따른 하드웨어 수요를 구조적으로 늘리는 요인으로 해석해야 할 것. 기술 진보로 자원 사용 효율이 증가하면 자원 총소비량은 오히려 증가한다는 제본스의 역설을 계속 상기

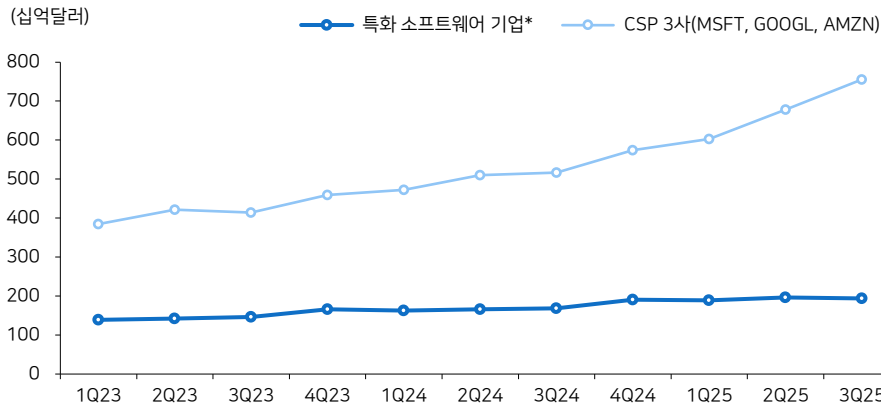
지금 주식시장은 Cowork 모먼트보다 다른 요인에 의해 시장이 눌리고 있는 것처럼 보인다고 생각. 단기적으로는 비트코인 가격 하락에 따른 레버리지 청산이 요인일 수 있다고 봄

좀 더 큰 그림에서는 비대해지는 비상장 기업의 유동성 블랙홀 영향도 있을 수 있음. 상장 주식들의 주가, 혹은 전체 주가 지수가 제한되어 보이는 이유일수도 있다는 생각. Cowork 모먼트에서 주가가 급락한 미국의 상장 특화 S/W 기업 25개 기업들의 시가총액 합은 2024년 11월 2.4조 달러에서 2025년 1월 1.97조 달러로 하락. 동기간 AI S/W 비상장 기업 3사(OpenAI, Grok, Anthropic)의 기업가치 평가액의 합은 2천억 달러에서 1.3조 달러까지 상승

이는 전체 AI 소프트웨어 산업 둔화가 아닌 사양 산업에서 성장 산업으로의 자본 이동+부가 가치로 해석. 이들이 상장 기업이 아니어서 주가지수에 고려되지 않기 때문에 눈에 띄지 않음

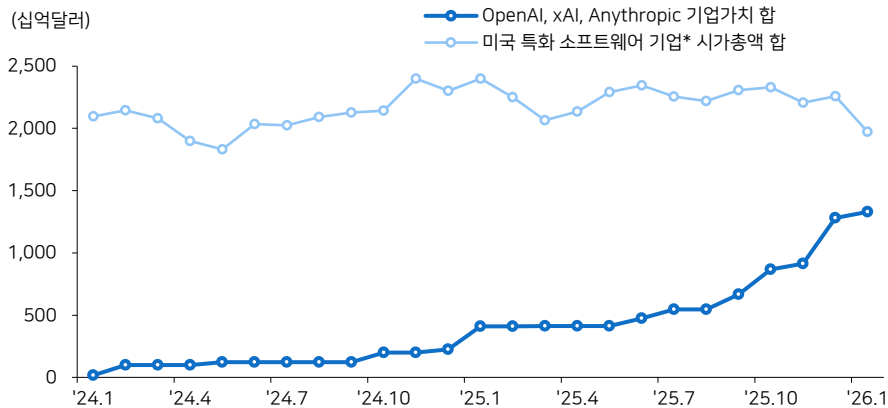
AI 소프트웨어의 진보가 주식시장의 가치로 눈에 띄지 않는다는 이유로 전체 산업이 둔화되고 있다는 착각을 경계. 이 착각에서 연결되는 AI 하드웨어/인프라(반도체 등) 과잉 공급 우려는 기우. 상장 AI 소프트웨어 주가와 연동되어 하락한 최근 AI 하드웨어/인프라 주가 반응은 과하다는 생각

그림1 미국 특화 소프트웨어 기업과 CSP 3사의 RPO(잔여 이행 의무 금액)



*주: 세일스포스, 서비스나우, IBM, 어도비, 액센추어, 애플빈, 클라우드 스트라이크 등 25개사 RPO의 총합
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 비상장 AI S/W 기업들의 기업가치의 합 vs 미국 특화 S/W 시가총액 합



*주: 세일스포스, 서비스나우, IBM, 어도비, 액센추어, 애플빈, 클라우드 스트라이크 등 25개사 시가총액의 합
 자료: 언론 보도 종합, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

- 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, 배포될 수 없습니다.