

Strategy Idea

중국의 토큰 경제

- ✓ 중국 AI 모델의 Token Export: 높은 가성비 경쟁력으로 해외 점유율 확대
- ✓ 중국정부 토큰 기반 수익 모델 추진. 폭발적인 수요로 중국에서도 AI 인프라 병목 현상 확인
- ✓ 물량(P)과 가격(Q)이 동반 상승하는 중국판 네오 클라우드 기업에 주목



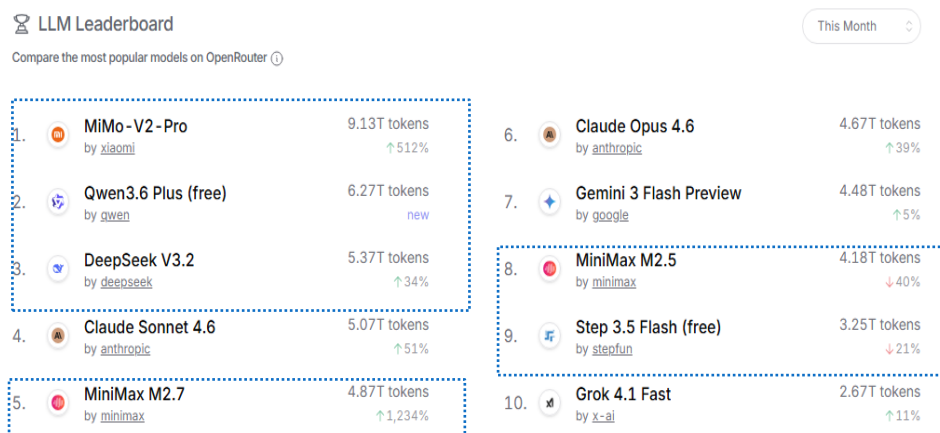
글로벌 투자전략 - 신흥국
Analyst 최설화
xuehua.cui@meritz.co.kr

Token Export

태양광, 전기차에 이어 최근 주목을 받는 중국의 새로운 수출 품목이 있다. 바로 토큰(Token)이다. 토큰은 AI의 언어 처리 단위이다. 올해부터 전세계적으로 에이전트의 사용 수요가 빠르게 늘어나면서 토큰 소비량이 대폭 증가했는데, 중국의 AI 모델들이 높은 가성비 가격 경쟁력으로 해외 점유율을 늘리고 있다.

4월 22일 기준 LLM 배포 플랫폼인 오픈라우터(OpenRouter)의 데이터에 따르면, 토큰 호출량 기준 상위 10개 모델 중 6개가 중국 브랜드이다(그림 1). 이 중 상위 3개 모델이 샤오미의 MiMo, 알리바바의 Qwen, 딥시크로 미국의 대표 기업인 앤트로픽, 구글을 능가했다. 또한 AI 스타트업인 미니맥스(Minimax)와 스텝펀(Step)도 각각 2개와 1개 모델을 상위 10개 랭킹에 올리는 좋은 실적을 기록 중이다.

그림1 4월 오픈라우터에서 상위 10개 모델 중 6개가 중국 모델



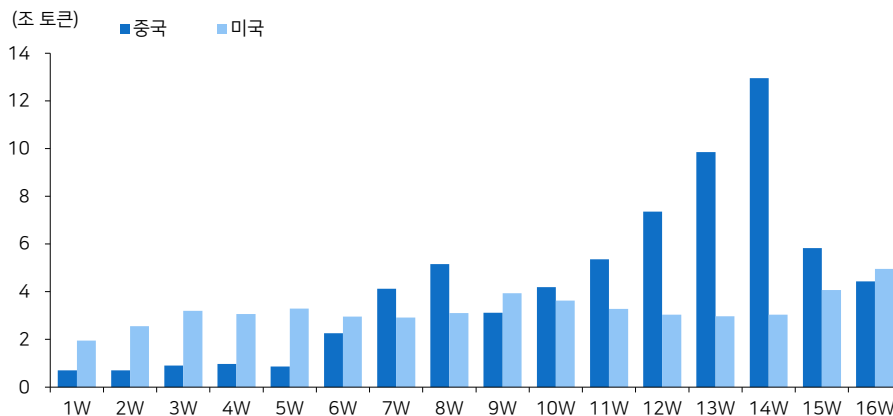
자료: OpenRouter, 메리츠증권 리서치센터

중국 AI 모델의 토큰 사용량이 미국 모델을 추월하기 시작한 것은 올해 2월부터이다(그림 2). 오픈클로 등 에이전트 사용에 토큰 사용량이 빠르게 늘어나며 전체 비용 부담이 커지다 보니, 대안으로 가성비가 좋은 중국의 AI 모델 사용을 늘린 것으로 보인다. 현재 중국 AI 모델의 가격은 비슷한 성능을 가진 미국 AI 모델 가격의 5% 수준이다(그림 3, 4)

개발자들은 오픈클로 등 에이전트가 하루에 수백 만개의 토큰을 소모하기 때문에 토큰 당 가격 차이가 적더라도 상당한 비용 차이가 발생할 수 있다고 설명했다. 이에 복잡한 문제들은 성능이 좋은 미국 모델을 사용하고, 단순한 작업들은 중국 모델을 사용하는 하이브리드 방식을 취하고 있다고 덧붙였다.

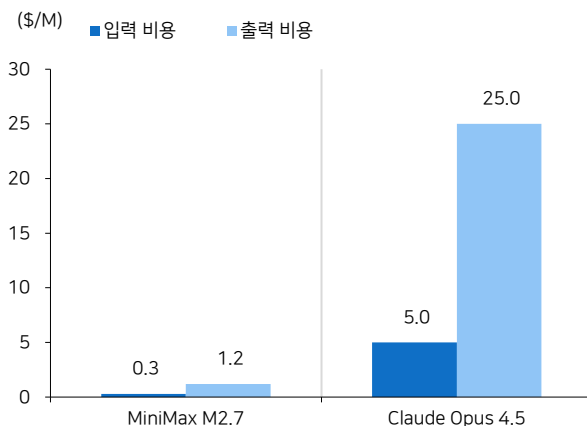
결국 중국 모델을 선택하는 것은 이념적인 결정이 아니라 순수 사업적인 결정에 의한 것이다. 이런 산업 변화는 가성비 경쟁력이 높은 중국의 AI 모델이 해외에서 점유율을 확대할 수 있는 기회로 작용 중이다.

그림2 중국과 미국 모델의 토큰 호출량 비교: 7주차부터 중국 모델 > 미국 모델



자료: OpenRouter, 메리츠증권 리서치센터

그림3 비슷한 성능의 미·중 모델 비교: 출력 비용 20배 차이



자료: OpenRouter, 메리츠증권 리서치센터

그림4 중국의 AI 모델들의 가성비 경쟁력

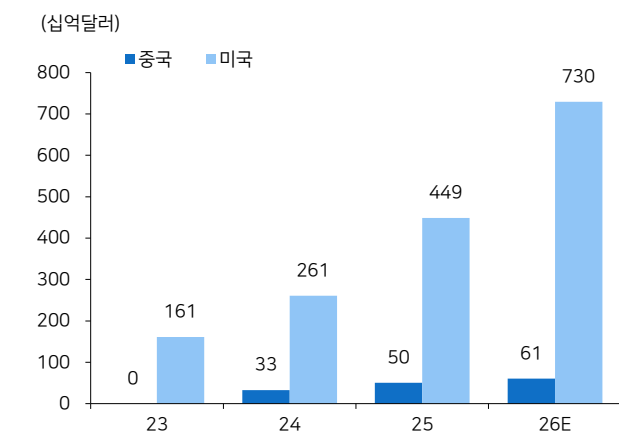


자료: FT, 메리츠증권 리서치센터

중국 모델의 가성비 경쟁력: 구조적 최적화의 결과

중국 AI 모델의 압도적인 가격 경쟁력은 단일 요인의 산물이 아닌, 다각적인 구조적 효율성 우위가 결합된 결과라고 생각한다. 이는 구체적으로 ① 고성능 칩 조달 제한을 극복하기 위한 고효율 추론 아키텍처 기반의 훈련 비용 절감, ② 저렴한 산업용 전력 요금, ③ 실리콘밸리 대비 33~50% 수준인 엔지니어 인건비 및 ④ 정부의 R&D 세제 혜택 등이 복합적으로 작용한 결과이다. 하드웨어 측면에서는 미국이 앞서 있을지 모르나, 생태계 전반의 운영 효율성 면에서는 중국이 우위에 있다는 주장이 제기되는 이유가 바로 여기에 있다.

그림5 중국과 미국의 주요 CSP Capex 비교



주: 중국은 텐센트, 알리바바, 바이트댄스 3개 CSP 기준. 미국은 구글, MS, 아마존, 메타, 오라클 5개 CSP 기준. 자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 대비 중국의 AI 모델의 비용 추정

비용 항목	중국 (미국=100)	비고
① 모델 훈련	10~20	· 중국은 하드웨어 열세를 알고리즘 최적화로 극복
② 전력	≈ 33	· 중국 서부 낮은 전기료 사용 · 국산 칩으로 구축된 데이터센터는 50% 정부 보조금 지원
③ 엔지니어	33~50	-
④ 정부 보조금	+@	· 혁신기업 R&D 세금 우대 · 컴퓨팅 소비쿠폰 지원

자료: 메리츠증권 리서치센터

토큰에 기반한 수익모델 추진

중국 정부는 글로벌 시장의 AI 수요를 국가 차원의 수출 전략으로 적극 활용하고 있다. 2026년 정부업무보고에서 '연산력-에너지 시너지'를 국가적 우선순위 과제로 상정하고, 에너지 정책과 AI 산업 경쟁력을 명시적으로 연계함으로써 저비용 토큰 생산 체계를 전폭적으로 지원하고 있다.

한편 3월 베이징에서 열린 '중국발전포럼'에서 국가데이터관리국장은 토큰에 '츠위안(Ciyuan, 词元)'이라는 공식 명칭을 부여하고, 이를 스마트 시대의 가치 척도이자 표준 결제 단위로 선포했다. 이는 중국이 토큰을 노동·자본과 같은 핵심 생산 요소로 승격시키고, 토큰에 기반한 독자적 수익 모델을 구축하겠다는 강력한 정책적 의지를 반영한다.

알리바바 역시 그룹 내 역량을 결집한 'AI 토큰 허브(ATH)'를 신설하며 대응에 나섰다. 지난 3월 16일, 알리바바는 기존에 파편화되어 있던 AI 관련 사업들을 하나의 최상위 독립 사업 그룹으로 통합하며 토큰 경제로의 전면적인 전환을 꾀했다. ATH는 '토큰의 창조, 공급, 그리고 응용'을 핵심 목표로 설정하고, 파운데이션 모델 개발부터 개인 및 기업용 AI 애플리케이션에 이르는 전체 밸류체인을 수직 계열화하여 통합 관리할 계획이다.

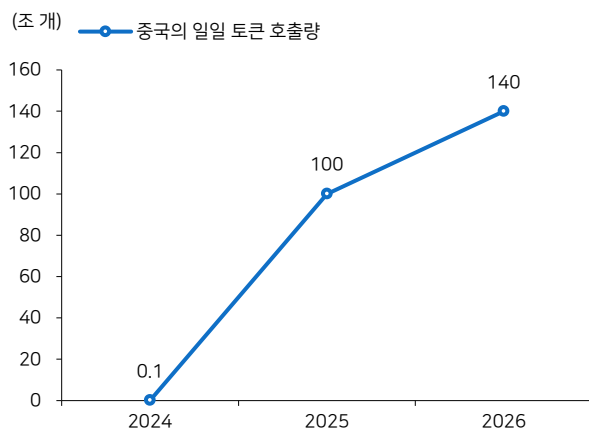
중국에서도 확인된 AI 인프라 병목 현상

중국 내 AI 토큰 수요도 폭발적으로 늘고 있다. 국가데이터관리국에 따르면 3월에 중국 LLM 모델의 일일 토큰 호출량은 140조 건을 돌파했다. 이는 2024년 초 일일 0.1조 건 수준에서 불과 2년 만에 1,400배 이상 급증한 수치다. 특히 바이트댄스의 '더우바오(Doubao)' 모델은 자사 생태계 내 강력한 트래픽을 바탕으로 2024년 5월 0.1조 건에서 올해 3월 120조 건으로 호출량이 수직 상승하며 수요 폭증을 견인하고 있다. 앞으로 더 늘어날 중국산 모델의 '토큰 수출' 수요까지 감안한다면, 시장의 업사이드 잠재력은 여전히 유효하다.

반면 공급 측면의 제약은 심화되고 있다. 미국의 대중국 반도체 규제로 고성능 AI 가속기 조달이 제한된 가운데, 로컬 칩 생산 역시 노광장비 확보의 어려움과 수출 안정화 지연으로 공급 확대에 난항을 겪고 있다. 설상가상으로 메모리 가격까지 급등하며 AI 인프라 구축 비용을 가중시켰고 이는 전반적인 컴퓨팅 자원의 수급 타이트닝으로 이어졌다.

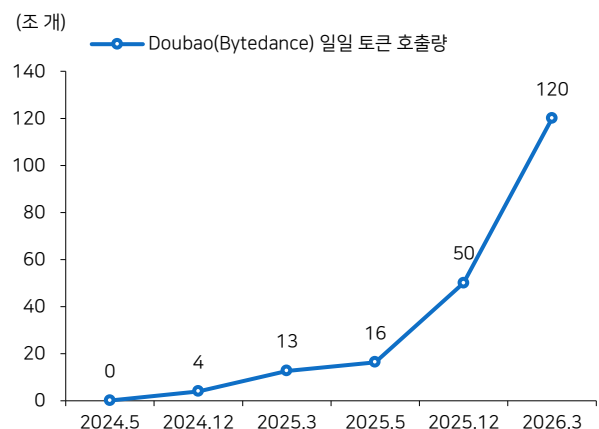
폭발적 수요와 제한적인 공급의 불균형은 결국 서비스 가격 인상으로 전이되었다. 3월부터 중국 클라우드 3사는 서비스 가격을 전격 인상했다. 텐센트는 평균 400% 이상을 인상했고, 알리바바와 바이두도 평균 30% 내외의 가격 인상에 나섰다(표 1). 이는 연초 아마존(15%), 구글(10%)이 서비스 가격을 인상한 것과 같은 맥락으로, 중국에서도 강력한 AI 인프라의 병목 현상이 재확인되었다.

그림7 중국의 일일 토큰 호출량 추이



주: '26년은 3월 기준, 퍼블릭 API와 대중 서비스에 국한된 지표
자료: 국가데이터관리국, 메리츠증권 리서치센터

그림8 바이트댄스 LLM 더우바오의 일일 토큰 호출량 추이



자료: 바이트댄스, 메리츠증권 리서치센터

표1 중국의 CSP 3사 3월부터 일제히 서비스 가격 인상

기업명	인상시점	서비스 항목	입력 가격 (위안/백만토큰)	출력 가격 (위안/백만토큰)	평균 인상폭 (%)
Tencent	03월 13일	HY2.0 Instruct	0.8→4.5	2.0→11.1	459
		HY2.0 Think	1.0→5.3	4.0→21.2	430
Alibaba	04월 18일	Zen810E 컴퓨팅 서비스			5~34
	05월 15일	CPFS(Cloud Parallel File storage)			2.0~7.0
Baidu	04월 18일	AI 컴퓨팅 서비스			5~30
		CPFS(Cloud Parallel File storage)			30

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

중국판 네오 클라우드 기업에 주목

중국을 포함한 전세계 AI 인프라 병목 현상이 이어질 것으로 예상되며, 중국 주식 시장에서 CPO, PCB, 메모리 등 기존 주도주 외, 중국판 네오 클라우드 기업들에 주목한다. 네오 클라우드 기업은 쉽게 설명하면 GPU 서버를 임대해주는 회사이다. 미국에는 코어워브, 네비우스 등이 대표 기업이고, 중국에는 협창데이터(300857.SZ), 홍경과기(301396.SZ) 등이 대표 기업이다.

중국판 네오 클라우드 기업에 주목하는 이유는 1) 현재 해당 산업이 물량(Q)와 가격(P)이 동시에 상승하는 전형적인 공급자 우위의 시장으로 전환되고 있고, 2) 해외처럼 장기 계약 방식을 취하면서 실적 가시성이 높아졌고, 3) 국내외 중국 토근의 폭발적인 수요로 컴퓨팅 임대 가격이 오르고 있기 때문이다.

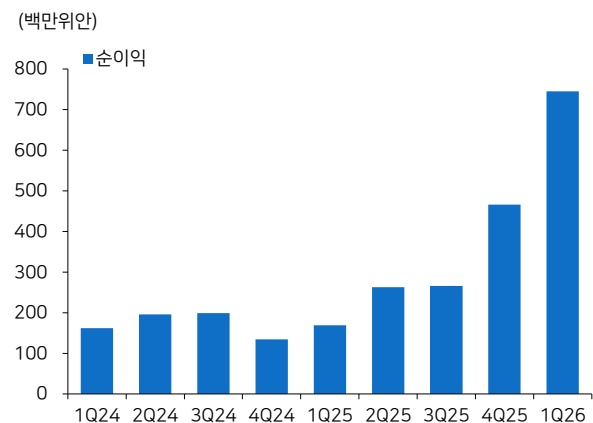
중국판 네오 클라우드 대장주인 협창데이터는 2027년까지 주요 CSP 기업들과 최소 300억 위안 이상의 장기 계약을 체결했다. 또한 초기 투입 비용에 대한 감가상각이 상당 부분 완료된 상태에서 최근 임대 가격 상승이 순이익 레벨을 빠르게 업그레이드시키고 있다(그림 9, 10)

그림9 중국판 네오 클라우드 주요 기업 공급 계약 비교

상장사	상장코드	공급 계약 (억 위안)	주요 고객사
협창데이터	300857.SZ	≥ 300	중국 주요 CSP
홍경과기	301396.SZ	≥ 160	알리바바
리통전자	603629.SH	50	텐센트

자료: 현지 언론, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

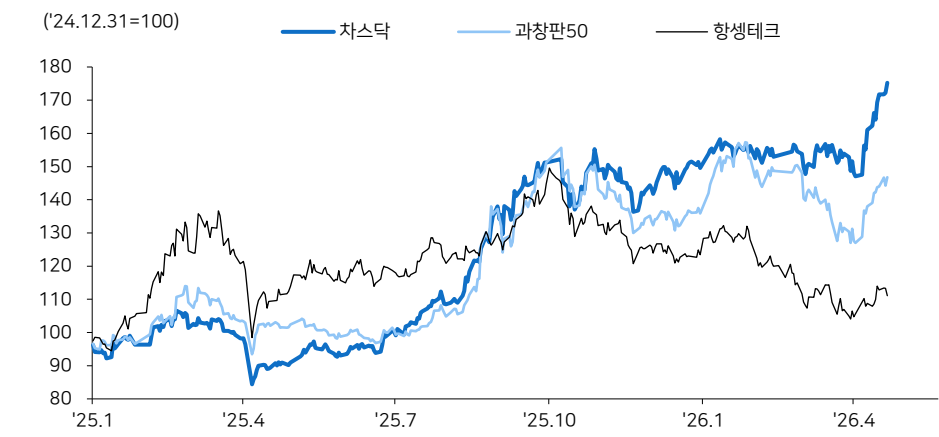
그림10 협창데이터의 분기별 순이익 추이



자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

아쉬운 것은, 이러한 중국판 네오 클라우드 상장사들이 아직 한국 투자자들이 직접 투자 가능한 종목이 아니라는 점이다. 이 경우 대안으로 해당 종목이 편입되어 있는 차스닥 지수 ETF에 투자함으로써 간접 효과를 누릴 수 있다. 다행히 차스닥 지수에는 현재 중국의 AI 인프라 병목 현상을 해결해줄 수 있는 CPO, PCB 대장주가 포함되어 있고 이익 가시성도 높아 신고가를 연일 기록하고 있다(그림 11). 한편 액티브 ETF 중에서 중국의 AI 인프라 병목을 해결해주는 수혜주들이 많이 담겨 있는 타임폴리오 차이나 AI테크(0043Y0) ETF를 추천한다.

그림11 중국증시의 주요 기술주 지수 중 차스닥 상승세 가장 뚜렷



자료: Refinitiv, 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, 배포 될 수 없습니다.