

〔投資研究報告〕

2025/6/26

全球製造業深陷庫存交錯期： 景氣轉折點近在眼前？

目錄

- 一、美國：庫存創高，PMI 背後暗藏風險
- 二、中國：被動去庫存壓力籠罩，復甦力道受限
- 三、歐洲：出口提前出貨後恐現真空期
- 四、亞洲：半導體復甦撐起局部亮點
- 五、提前拉貨的代價：需求已被透支？

從庫存看穿景氣轉向的前兆

2025/6/26 新光投顧

2025 年中，全球製造業站在庫存週期的關鍵交錯點——一邊是企業主動補庫存因應復甦希望，一邊卻是被動去庫存反映需求真空。

自美國發動新一波關稅戰後，全球供應鏈再度震盪，企業忙於提前拉貨應對成本上升與交期風險，看似火熱的出貨數據背後，卻可能藏著需求已被透支的警訊。這一波補與去的交錯週期，是否正在醞釀下一輪經濟下行的序曲？

◇ 庫存週期小辭典：四階段看穿製造業榮枯

所謂「庫存週期」，是製造業景氣的重要風向球，企業根據銷售預期與實際需求調整庫存水位，循環變化間形成四個典型階段：

- **被動去庫存**：景氣由高點反轉下滑時，終端需求減弱，但企業尚未及時減產，導致庫存逐漸堆積並被動去化，此階段常出現在經濟初步下行時。
- **主動去庫存**：企業意識到需求持續惡化，開始主動減產、壓縮庫存，以降低資金與庫存風險，此階段通常伴隨製造業明顯收縮與經濟谷底出現。
- **被動補庫存**：需求開始回升，但企業產能仍未恢復，客戶催貨、訂單湧現導致廠商被動補貨，此階段景氣觸底反彈但企業信心尚未回升。
- **主動補庫存**：企業感受到訂單持續回升並對未來看好，主動增產與進料備貨，此階段景氣全面回升，投資與就業同步增長。

目前全球製造業正處於詭異的「主動補庫存」與「被動去庫存」交錯階段。一方面部分產業（如 AI 伺服器、半導體）因需求樂觀而擴產備貨，另一方面許多傳統製造業仍受出口疲軟與終端需求不振影響，持續壓縮產能與去庫存，反映出景氣走勢極度分歧，也讓未來的總體經濟走向更加難以預測。

目錄

- 一、 美國：庫存創高，PMI 背後暗藏風險
- 二、 中國：被動去庫存壓力籠罩，復甦力道受限
- 三、 歐洲：出口提前出貨後恐現真空期
- 四、 亞洲：半導體復甦撐起局部亮點
- 五、 提前拉貨的代價：需求已被透支？

一、美國：庫存創高，PMI 背後暗藏風險

以福特 (Ford) 為例，該公司在今年第一季為避免關稅推升零件成本，提前大量進貨，結果在第二季面臨經銷商去化不及、庫存壓力上升的困境。

5 月美國 S&P Global 製造業 PMI 雖回升至 52.0，創 18 個月新高，但內部結構卻令人憂心：採購庫存指數創下調查以來最高，新訂單與庫存比卻跌至 2008 年金融危機以來低點。這代表什麼？

企業為避開即將落地的高額關稅，大舉囤積原料與零組件，短期推升數據表現，實則需求尚未真正回溫。一旦提前拉貨效應結束，訂單斷層將使生產被迫減量，庫存壓力更形沉重。

二、中國：被動去庫存壓力籠罩，復甦力道受限

寶山鋼鐵作為中國寶武集團核心子公司、全球粗鋼產量名列前茅的企業，於 4 月宣布減產 10%，以因應海外訂單銳減與鋼材價格下滑壓力。反觀深圳的浪潮信息，作為中國 AI 伺服器市佔第一、擁有近五成市佔率的供應商，近期因應 NVIDIA 與 Google 等科技巨頭急單湧入，積極擴充 AI 伺服器機櫃產線，成為補庫存的少數亮點。

中國官方製造業 PMI 自 5 月起再度跌破榮枯線至 49.5，財新 PMI 更降至 48.3，創下近三年低點。出口訂單下滑尤為嚴重，5 月新出口訂單降幅創下近兩年來最快紀錄，企業同步削減產出與人力，顯示製造業信心下滑、訂單動能不足。

儘管部分高技術產業如 AI 伺服器仍保持增長，但大多數傳統製造業仍在去庫存階段。值得注意的是，中國製造商普遍反映客戶庫存仍處低位，這代表若需求稍有改善，補庫存的空間仍存在，但眼前看不到明確的轉折點。

三、歐洲：出口提前出貨後恐現真空期

歐元區第一季 GDP 意外成長 0.6%，但其中約有一半來自愛爾蘭大型企業的庫存爆發性累積，以及趕在美國加徵關稅前的集中出口。

德國製造業 PMI 雖一度回升，反映訂單回穩，但 PMI 細項指出企業回補庫存與新訂單來源多與一次性提前出貨有關。法國與義大利製造業則仍持續疲弱。若美國新關稅落地後全球需求未同步補上，歐洲製造業恐將再度步入萎縮。

四、亞洲：半導體復甦撐起局部亮點

台積電預計 2025 年資本支出仍超過 300 億美元，顯示 AI 晶片與先進封裝需求強勁；三星電子也同步加速擴充 HBM 與 AI DRAM 產能，力拚補庫存週期的轉機。

南韓 2025 年首季出口創下單季新高，台灣資訊通信出口則連續兩月年增超過 15%，兩地電子產業復甦明顯，主要受惠於 AI 與高階伺服器需求爆發，帶動企業進入主動補庫存階段。

同時，東南亞也因供應鏈轉移趨勢受惠。以越南為例，受中美貿易緊張推動，吸引大量外資設廠，製造業出口年增逾 10%；惟基礎設施與物流仍是瓶頸，限制了企業應對補庫存需求的彈性。

整體而言，除了半導體與科技製造鏈逐步擺脫去庫存陰霾，亞洲傳產如鋼鐵、石化等仍多處於調整階段。以 2025 年第一季為例，南韓鋼鐵業產能利用率降至 71.5%，創近三年新低；泰國石化出口同期年減 8.2%，顯示需求端疲軟；馬來西亞製造業產能利用率也降至 74.1%，為 2021 年以來最低。儘管 PMI 在部分區域站回 50 上方，但景氣分化明顯，產業間復甦步調仍不一致。

五、提前拉貨的代價：需求已被透支？

從歐洲到亞洲，提前拉貨的現象正逐漸反轉。企業面臨的是：庫存積壓、終端需求未及預期、且短期內新增訂單大幅減少甚至中斷，出現產能與出貨落差。這讓原本預期進入補庫存週期的製造商，反被迫提前進入主動去庫存階段。

舉例來看，美國企業提前進口導致採購指數飆高，但產出指數未見明顯拉升，顯示拉貨並未帶動實際生產需求。中國出口在第一季因趕貨而創高後，5月明顯回落，後續出口不確定性升高。

製造業利潤與投資雙雙轉弱

2024年中國製造業利潤年減3.3%，為連續第三年衰退，PPI持續負成長導致企業售價下滑、利潤遭壓縮。歐美企業則因工資與融資成本上升而壓縮資本支出。S&P預測，2025年全球企業CapEx增速將由5.5%降至4.2%。

即便AI、EV等新興領域持續擴產，但大多數傳統製造業正進入投資冷靜期。利潤下滑使企業更傾向保守經營、減少庫存與擴產。

全球經濟將提前轉弱？

PMI、庫存、利潤、資本支出——這些核心指標都指向一個趨勢：全球製造業景氣正處轉折點。若未來三至六個月，需求無法回溫、政策刺激未見效，則「提前進入下行周期」將從企業財報中走入整體經濟數據。

全球GDP增速恐被製造業去庫存拖累。歐洲央行與聯準會雖開始釋出降息訊號，但作用仍需時間顯現。財政政策能否補位，將是決定全球是否步入衰退的關鍵。

高庫存下的靜默風暴

若聯準會啟動降息、歐洲持續財政擴張，加上AI與綠色製造需求擴張，全球製造業或有機會縮短調整期，逐步邁入健康的補庫存周期。

全球供應鏈看似正常運轉，但背後的庫存風暴正悄悄醞釀。一旦企業發現提前拉貨後需求無著落，勢必掀起新一波庫存出清與產能縮減潮。

製造業這頭巨獸的呼吸，正預示全球景氣的轉折。

投資人、政策制定者，都該提高警覺——真正的下行，可能就在這場交錯的庫存博弈之後。