

KATHMANDU CAPITAL

2026 年 7 月 15 日

致親愛的夥伴們:

2026 年第二季,本基金的毛報酬率為 60.54%、淨報酬率為 58.07%,相較之下 S&P 500 總報酬指數為 14.72%,我們的基準 MSCI ACWI 總報酬指數為 14.93%。自成立以來,本基金的毛報酬率為 52.80%、淨報酬率為 37.12%,而 S&P 500 為 67.34%、MSCI ACWI 總報酬基準為 70.94%。

請以您個人的投資人對帳單為準,以正確掌握您的實際報酬;投資人的報酬會因股份級別與投資時點而有所不同。

Time Period	Kathmandu (Gross*)	Kathmandu (Net*)	S&P 500 (SPXTR*)	MSCI ACWI (ACWI TR*)
3 rd Quarter (Inception)	7.56%	6.46%	-3.79%	-3.64%
4 th Quarter	-6.65%	-6.65%	11.20%	11.03%
2023	0.41%	-0.62%	6.99%	7.36%
1 st Quarter	21.42%	17.80%	10.09%	8.20%
2 nd Quarter	0.13%	-0.40%	3.85%	2.87%
3 rd Quarter	-14.99%	-14.99%	5.48%	6.61%
4 th Quarter	-10.72%	-10.72%	1.99%	-0.99%
2024	-7.73%	-10.95%	22.99%	17.49%
1 st Quarter	-1.72%	-1.72%	-4.62%	-1.32%
2 nd Quarter	17.22%	16.64%	10.56%	11.52%
3 rd Quarter	16.14%	14.58%	7.74%	7.62%
4 th Quarter	13.65%	10.85%	2.33%	3.29%
2025	52.04%	45.60%	16.26%	22.34%
1 st Quarter	-32.43%	-32.68%	-4.65%	-3.20%
2 nd Quarter	60.54%	58.07%	14.72%	14.93%
2026	8.48%	6.42%	9.38%	11.25%
Since Inception	52.80%	37.12%	67.34%	70.94%

*資料由 NAV Consulting 提供;TR = 總報酬指數

隨著美國、以色列與伊朗之間的衝突走向降溫,市場在第二季強勁反彈。儘管零星的緊張仍不時出現,整體走勢愈來愈指向最終將獲得化解,市場的注意力也如我們先前預期般重新回到 AI 超級循環。我們的投資組合以毛報酬計算上漲 60.54%,已從第一季的回撤中回復。

市場評論

在本季接近尾聲時,隨著 Kevin Warsh 上任並以聯準會主席身分發表首次談話,出現了新的不確定性來源。Warsh 傾向不提供前瞻指引,令市場感到不安,並引發對突然升息的疑慮,部分銀行如今已預期今年可能升息多達三次。這與季末 ETF 與基金的再平衡,以及市場對 AI 資本支出循環是否已見頂的疑慮加深,共同扭轉了市場情緒,導致半導體相關個股遭遇沉重賣壓。

我們仍不認同「資本支出見頂」的說法。AI 競賽是一場硬體基礎建設的贏者全拿之爭:任何暫緩資料中心投資的雲端服務供應商,都可能因此落後,並永久讓出其競爭地位。遺憾的是,在一場演進如此快速的競賽中,無論是運算、電力、散熱或物流自動化,這整套建置沒有一環是輕資產或可有可無的。因此,我們預期超大規模資料中心業者(hyperscalers)將幾乎不計代價地持續加碼資本支出,甚至不惜舉債並承受更高的利率;我們也認為近期半導體個股的疲弱,只是一個仍然完好的超級循環中的雜訊,而非下行循環的開端。我們的實地查證更強化了這個看法:超大規模業者仍以創紀錄的速度在亞洲供應鏈下單,沒有任何放緩的跡象。

正如我們在第一封投資人信中所言,我們相信投資應當「如水般流動」,而不被特定風格所侷限,因為沒有任何一種投資方式能永遠有效;而我們唯一的職責,就是無論身處何種市場環境,都創造最佳的風險調整後報酬。這一點始終是我們的北極星。第一季的過度交易起初給了我們一個簡單的教訓:我們抱得不夠久;若只是穩穩守住我們的美國大型股部位,原本就足以安然度過那波波動。但更深一層的體悟是,這個教訓本身其實取決於市場。如今我們的部位大多集中在台灣,而台灣的市場行為與美國並不相同。

台股週期更短、散戶色彩更濃厚,類股輪動快速,市場情緒是真正在牽動股價,而非只是圍繞基本面的雜訊。一套純粹為美國那種成熟、機構化、長線投資風格所設計的框架,在這裡並不適用。正確的做法是錨定於 AI 超級循環,同時尊重市場情緒與輪動;這正是我們如今採行一套「混合式框架」的原因,以因應我們實際身處的市場。

這套框架是我們打算從現在起持續奉行、並在往後每一封信中一致闡述的。在所有市場,我們都對 AI 超級循環維持結構性看多,並透過集中、高信念的部位來表達此一觀點;這些部位源自我們對亞洲供應鏈(尤其是台灣與中國)的第一手實地研究。至於我們在台灣的部位,由於當地市場節奏更快,我們會為每一檔標的設定預先界定的論點持有窗口,並更積極地在各類股之間輪動;我們結合技術面與基本面研究,並加入能標示下檔訊號的量化工具,以支援交易與避險;避險方式包括做空大盤指數、買進 VIX 或運用反向 ETF,而不再倚賴第一季讓我們受傷的反應式停損。個別持股會隨著論點的演變而輪替,但核心主軸不會改變:我們維持長期看多 AI 超級循環,並在進場、出場與避險上保持紀律。這套做法帶動了第二季的強勁回復;隨著我們持續精進,我們相信績效將持續改善。

投資組合更新

本季結束時,我們已滿倉投資於我們認為是 AI 超級循環核心受惠者的標的。

週期性/結構性受惠標的

緊張情勢籃(The Tension Basket)

我們持續尋找方法,把握美中對抗與 AI 超級循環所帶來的機會。本季的主題、也是我們最大的兩個部位,是被動元件/MLCC 製造商 Murata (6981.JP) 與 Yageo (2327.TT),兩者合計佔投資組合逾半。

Yageo Corp. (2327.TT)

2327.TT 是唯一在 AI 伺服器需求把高容值 MLCC 推入結構性短缺之際,仍握有可觀閒置產能的主要 MLCC 供應商;我們預期這波短缺至少要到 2027 年底才可能緩解。透過交叉比對通路資料、一場韓國產業專家訪談,以及中國與台灣兩地的供應商漲價通知,我們的信心顯著提升。標準品的交期已從約 4 週暴增至 20 週以上,高容值 AI 伺服器等級更已拉長至超過 6 個月。工廠的生產週期已從正常的 26 至 27 天延長至 38 天,且仍在上升;通路庫存則僅略高於 1 個月,遠低於 4.5 個月的歷史常態,清楚顯示出貨是靠消耗庫存、而非真實產能所支應。

這個題材同時疊加三個變數:價格×數量×產品組合。在價格方面,AI 需求集中於高階 MLCC,而高階產品的毛利結構性偏高。Yageo 自 2026 年 7 月 1 日起,將旗下整體電容產品組合的官方牌價調漲約 50%,是多年來幅度最廣的一次漲價,也是首次把漲價延伸至經銷商以外的直接供貨客戶。Murata 今年在高容值產品上的漲價,也印證這股定價動能是全產業性的。更重要的是,我們的通路查證顯示,Yageo 一直透過旗下子公司與經銷網絡積極收購競爭對手手上可得的庫存,實際上掌控了剩餘的現貨供給。這使 Yageo 得以實質主導現貨價格,我們預期它將在整個循環中持續調漲。在數量方面,日、韓前三大廠掌握約 77% 的高階產能,產能利用率達 90% 至 95%,且因過往供給過剩崩跌的記憶與一貫的保守作風,刻意放慢擴產。Murata 新增的伺服器產能要到 2026 年第四季才進入量產,後續階段更延伸至 2029 年;Samsung Electro-Mechanics 新增的高階產能則要到 2027 年才會到位。這使得 Yageo 產能利用不足的高雄廠,成為轉單與外溢訂單的主要去處,且無須新增資本支出。在產品組合方面,由於生產週期長達兩倍、良率僅約 40%,AI 高容值產品會消耗 4 至 5 倍的有效產能,因此即使全產業投料量持平,可用供給仍會萎縮,並使循環進一步拉長。

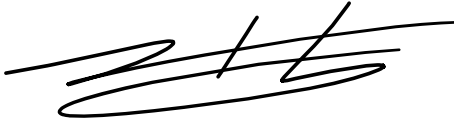
2026 年第一季已驗證了此一論點:在 7 月 1 日漲價尚未生效之前,Yageo 的營收就因 AI 需求年增 23%、達約新台幣 382 億元,淨利年增 45%。展望下半年仍有進一步漲價、中國競爭對手僅能替代一般規格產品、而真正的高階則被產能受限的日韓大廠所鎖定,我們認為市場共識仍持續低估 Yageo 於 2027 年獲利上修的幅度與持續時間;Yageo 正是這波循環最大的受惠者。我們清楚 MLCC 屬於高度景氣循環的產業,2018 年那場榮景(Yageo 當時也是要角)最終以慘烈的崩跌收場。這次的不同之處在於,需求是由 AI 伺服器的用量成長所驅動,而非智慧型手機的庫存堆積,而且有意義的新增產能在 2027 年底之前都無法到位。依循我們三到六個月的框架,我們將密切關注產能增加與通路庫存,並打算在供給回應顯現、或市場情緒轉向時退出。

結語

說點個人的感受:Kathmandu Capital 已經三歲了!人們在新聞上看到的是避險基金經理人的光鮮,卻鮮少了解背後的壓力與挑戰。這三年充滿挑戰,卻也收穫豐碩。儘管我們的績效還未達到我期望的水準,我仍非常感激能有各位作為這段旅程上的夥伴;我相信過去一年的教訓已讓我們的流程更為穩健,長期而言成果也將會證明這一點。即使在上一季的回撤期間,我沒有收到任何一位合夥人的質疑,只有信任與鼓勵。我無法奢求更好的合夥人,也將竭盡所能,始終把各位的利益放在第一位。

展望未來,我們計畫擴充團隊,包括在亞洲增聘全職分析師,以持續運用在地洞察,並在美國之外將重心擴展至泛亞地區。我們很高興宣布,在結束於本公司的實習後,Vicky 已加入 Grand Alliance Capital Management 擔任全職分析師,Brian 則加入 Squarepoint Capital 擔任暑期實習生。我們也歡迎 Roger 加入團隊。隨著我們持續成長,我們很自豪地看到,每一位從 Kathmandu Capital 出身的成員,都在金融領域邁向了很好的職涯發展。我們同樣感激超過 15 位的過往實習生,持續透過協助我們了解亞洲與美國各地的公司與產業而創造價值。我期待在未來許多年裡,繼續與我們的合夥人、實習生以及理念相近的投資人建立長久的關係。

誠摯地，



Vincent Lo, CFA, MBA
Chief Investment Officer & Partner
Kathmandu Capital, LLC
vlo@kathmandupartners.com

免責聲明

機密且專有 (CONFIDENTIAL & PROPRIETARY): 本信函並非銷售任何投資基金證券之要約, 亦非徵求購買任何該等證券之要約。由 Kathmandu Capital, LLC(下稱「普通合夥人」)所管理之 Kathmandu Partners, LP(下稱「本基金」)之證券, 僅透過完整的募集說明書及相關認購文件(下稱「發行文件」)向特定投資人發售, 該等文件載有關於投資本基金條款的大量額外資訊。任何投資決定, 均須僅依據發行文件所載之資訊為之, 而不論投資人可能另行取得之任何資訊(包括本信函)。本基金之證券未向任何主管機關辦理註冊, 係依據註冊豁免規定發售, 並受有重大限制。

本信函之資訊由普通合夥人編製, 普通合夥人相信其為可靠, 且係取自其相信為可靠之公開來源。普通合夥人對於該等資訊之正確性或完整性不作任何聲明或保證。本信函中之意見、估計與預測, 僅代表普通合夥人當前之判斷, 並得在不另行通知的情況下變更。本信函所含之任何預測、預估與估計, 本質上必然帶有臆測性, 且係基於某些假設而作成。可以預期, 其中部分或全部假設將無法實現, 或與實際結果出現重大差異。因此, 任何預測僅為估計, 實際結果將有所不同, 並可能與所示之預測或估計出現重大差異。本信函無意作為買賣任何商品或證券之建議。就本信函所述任何事項, 或其中所載任何意見、預測、預估或估計發生變動或事後變得不正確之情形, 普通合夥人並無義務更新、修改或修訂本信函, 亦無義務另行通知讀者。

所列示之持股並不代表本基金所買進、賣出或建議之所有證券, 亦不反映本基金之整體績效。不應據此假設此一持股或未來所作之任何建議將會獲利。

本信函屬嚴格機密, 未經普通合夥人明確同意, 不得全部或部分重製或轉發, 亦不得將其內容揭露予任何其他人。