

泰国危机综合征: 越南重蹈泰国覆辙?*

陈 平, 王玉主

(大连海事大学 经济与管理学院, 辽宁 大连 116026, 中国社会科学院 亚洲太平洋研究所, 北京 100007)

摘 要: 在深入分析泰国 1997 年货币危机的特征、发生机理的基础上, 本文探讨了最近几年越南的经济形势, 认为当前越南的经济困境具备泰国危机综合征的典型特征。未来越南经济形势具有不确定性, 能否最终避免重蹈越南覆辙, 取决于越南政府能否有效控制通胀、有序调整资产价格和改善贸易收支。

关键词: 泰国危机综合征; 越南; 资产泡沫

中图分类号: F13/ 17. 333. 44 **文献标识码:** A **文章编号:** 1003- 9856(2008)04- 0041- 07

1997 年 7 月, 在对冲基金大规模投机性攻击之下, 泰国政府被迫放弃固定汇率, 泰铢随即暴跌, 资本大规模外逃, 泰国陷入全面货币金融危机。危机很快从泰国波及整个东亚, 随着资本从韩国、印尼、菲律宾、马来西亚的撤离, 泰国危机演变成区域性货币、金融危机, 整个地区经济遭受重大打击。

自去年以来, 一些东南亚国家的经济形势再次面临考验。该地区经济成长最快、被誉为“亚洲新小虎”的越南, 在过去的一年中经济形势急转直下: 通胀急升, 股市暴跌, 贸易收支恶化, 资本外逃, 货币贬值。人们担心, 与泰国当年类似的一幕悲剧似乎就要在越南重演。

这种担忧并非没有道理。本文研究表明, 在过去的几年, 越南在相当程度上重复了以前泰国政府的错误。未来如果发生严重外部冲击, 或者越南政府宏观政策失误导致通胀、资产价格、贸易赤字失控, 越南都将面临前所未有的挑战。

泰国危机综合征

泰国危机的形成始自大规模的国际资本流入。¹ 90 年代初, 泰国政府将金融业作为本国发展的

* 收稿日期: 2008- 09- 27

作者简介: 陈平(1973-), 男, 河北衡水人, 大连海事大学经济与管理学院副教授, 经济学博士; 王玉主(1968-)男, 山东诸城人, 中国社会科学院亚洲太平洋研究所副研究员, 经济学博士。

¹ Krugman(1998)将资本大规模流入归结为所谓道德风险——政府对企业和金融机构的隐含担保以及政府同这些企业、机构的裙带关系引起的私人无度借贷。但以 Sachs(1999)为代表的另一派学者则相信, 亚洲危机并没有多少亚洲性质, 而是这些国家的内部缺点、国际金融市场的内在不稳定共同作用的结果。2000 年, Krugman 修正了自己原来的观点, 承认道德风险在东亚资本流入中的影响, 并非他最初强调的那么重要。详见克鲁格曼:《防止金融危机的希望在于限制外汇债务》, 载《国际经济评论》2000 年第 3- 4 期。

重点产业, 该国的第七个 5 年计划将建设东亚金融中心列为政府的重要目标。为实现这一目标, 泰国政府在 1992 年实行了泰铢自由兑换, 并通过建立曼谷国际银行设施(BIBF), 在事实上开放了资本市场。

问题由此而产生。90 年代前期, 国际资本市场流动性充裕, 泰国资本市场的开放以及国际金融市场与泰国国内巨大的利差, 刺激了外国短期资本的流入。而泰国实行的固定汇率, 无异于为国际资本锁定了汇率风险, 让资本流入更加有恃无恐。由于泰国国内储蓄不足, 泰国政府默许了这一流入, 并放任金融机构过度借贷。到 1996 年底, 泰国的外债达到惊人的 930 亿美元, 其中短期外债约占外债总额的 45% 左右。

令人担忧的不仅是外债的规模, 还有资金的流向。泰国私人机构借入的短期外债多数通过商业银行转借给房地产企业。在泰国政府鼓励房地产投资的政策引导下, 为数不多的直接投资大部分直接投入了房地产业。¹ 泰国发放的住房贷款总额从 1989 年的 1 459 亿泰铢增加到了 1996 年超过 7 900 亿泰铢, 在 7 年内增加了 4 倍多, 房地产贷款超过银行贷款总额的 50%。至 1996 年底, 泰国近 30% 的国外贷款和 80% 的外国直接投资投放到房地产和证券市场。在资本流入和国内信贷扩张的共同推动下, 泰国的房地产价格一路攀升, 股市从 1987 年到 1994 年上涨超过 7 倍。

直到 1994 年, 泰国才意识到资本流入和资产价格泡沫可能带来的风险, 银根开始收紧。从 1994 年底开始, 四大商业银行的贷款利率从 14% 提高到危机发生之前的 16%。利率的上升提高了投机者的资金成本, 增加了开发商和股市投机者的资金压力, 资产价格的疯狂上涨开始受到抑制, 泰国股市在 1994 年出现下跌, 房价在 1995 年后也停止上涨。随着资产泡沫的破裂, 泰国金融机构呆坏账再次增加, 到 1996 年已经出现金融机构破产。市场对泰国经济的预期从此开始逆转。

问题还不止于此。泰国原本通胀率就比较高, 资本流入、过度的信贷投放和资产泡沫的经济扩张效应, 使泰国的通胀压力在 90 年代中期陡然上升。高企的通胀在固定汇率下引起泰铢实际汇率的高估, 抑制了泰国出口的增长, 但过热的经济却使同期进口仍然大幅度攀升。1996 年, 泰国经常项目赤字从 1995 年的 143 亿美元增加到 177 亿美元, 占 GDP 的比重由 8% 上升到 10%。贸易收支的恶化, 进一步加剧了投资者对汇率贬值的担心, 资本外逃开始出现。

到 1997 年初, 早已潜伏在泰国金融市场的欧美对冲基金开始对泰铢发起进攻。经过对泰铢的 3 轮大规模投机性攻击, 泰国的外汇储备濒临枯竭。由于外汇储备有限且未能获得有效的外部支持, 1997 年 7 月, 泰国央行最终被迫弃守泰铢。泰铢随后的暴跌引起了更大规模的恐慌性资本外逃, 泰国大量金融机构陷入流动性危机, 泰国危机迅速由货币危机发展成为全面金融经济危机, 并在很短的时间内传染到印尼、韩国、马来西亚、菲律宾等东亚国家——东亚金融危机全面爆发。

泰国危机是错误的宏观管理、过度资本流动、不当的危机应对策略共同作用的结果, 其形成机理可命名为“泰国危机综合征”: 错误的宏观战略引起投机套利资本的过度流入; 错误的产业政策、金融监管缺位将大量资金导入房地产和资本市场, 催生资产泡沫; 资产泡沫、超额信贷投放引起过度投资、消费并推升通胀; 固定汇率下的高通胀造成实际汇率高估和贸易收支恶化; 对通胀的抑制刺破泡沫, 泡沫破裂导致金融风险的上升; 以资产泡沫破裂、金融机构破产的增加以及贸易赤字的恶化为背景, 对冲基金发起投机性攻击, 大量资本外逃迫使泰国政府放弃固定汇率; 货币贬值、资本

¹ 80 年代中期, 泰国政府把房地产作为优先投资的领域, 商业银行被要求把贷款中的一定比例投向“低成本住宅计划”, 并给予住房按揭以税收抵免的优惠。同时, 由财政部所控制的政府住房银行把按揭贷款利率由 16.5% 降低到 10.5%。由此引发一轮房地产开发热潮。1992 年, 泰国证券交易委员会要求房地产上市公司“必须保持充足的土地储备”, 在这些利好政策的刺激下, 大量的开发商和国内外投机者涌入了房地产市场。详见王玉主、陈平:《资本市场开放下的资产泡沫、银行危机与货币崩溃——1997 年东亚经济危机的教训与启示》, 中国社科院 2004 年重大课题(B 类) 结项报告, 2008 年。

外逃、银行危机形成恶性循环,将整个经济推入深渊。

越南经济困境的成因

关于越南经济困境的成因,有许多不同的观点。一些机构基于越南依赖固定资产投资和 FDI 流入的事实,认为越南当前的经济形势类似于 1993 年的中国。(程定华等,2008: 4) 对此问题,我们的观点有所不同。

一个公认的事实是,作为后发的东亚新兴市场国家,越南近年把中国作为经济发展的楷模。在他们看来,中国的经验主要是两条:引进外商直接投资和大规模投资基础设施。过去几年中,越南大力复制中国经验,如愿以偿实现了经济的快速发展。然而,越南并不满足于东盟经济增长榜首的位置,他们甚至有“赶印超中”的雄心。2002 年后,随着美元的贬值,国际资本市场开始出现流动性过剩,而中国的生产成本也在不断上升。越南认为,这是他们扩大吸引外资、加速赶超中国经济增长速度的绝好机会。

在随后几年,越南放手引进外资,大量外资开始涌入越南。与泰国资本流入不同,越南的资本流入主要不是通过短期资本项目,而是通过 FDI 和经常项目转移。越南显然注意到泰国在吸收外国资本方面的失误,越南官员认为,只要引进的外资是长期性的直接投资,就不会引发国际收支危机。2001- 2004 年,越南每年吸收外商直接投资大约 20 亿美元左右,2006 年增加到 76 亿美元,2007 年越南加入 WTO, FDI 飙升至 179 亿美元,2008 年仅前 5 个月就已经达到 147 亿美元。

与越南政府期望的不同,流入到越南的 FDI 较少进入工农业部门,主要流入了办公楼、公寓、酒店、旅游等和房地产行业相关的部门。与泰国一样,出现这一情况的原因,在于这两个部门资产流动性强,容易撤离。根据国内学者的研究,2006 年以来,流入上述部门的外国投资占总投资的比重超过 60%,2008 年以来流入房地产和服务部门的外资占外资总流入的 83%。(巴曙松等,2008: 2) 然而,越南政府似乎并不看重外资过度流入房地产相关行业的风险,为实现成为东亚新“小龙”的梦想,他们放任外国资本流入资产市场。2004 年后,越南的房地产和股市迅速升温。

外资流入不仅推升了资产价格,也很快影响到货币供给。¹ 越南名义上实行的是有管理的浮动汇率制度,实质也是将本币钉住美元。随着外资流入,越南的基础货币供给大幅扩张,而越南央行并未及时进行冲销操作。2003 年,越南 M1、M2 占 GDP 的比例分别是 40% 和 60%,到 2007 年 6 月已经分别达到 83% 和 102%。由于越南商业银行自身缺乏风险意识,基础货币投放的增加,很快引起信贷规模的急剧扩张。据越南计划和投资部部长武鸿福透露,越南 2007 年货币供给增长速度为 46%,银行信贷增长速度为 53%,2008 年初增幅更超过 60%。2003 年越南信贷投放占 GDP 的比例为 40%,到 2007 年已经增加到 75%。(何帆,2008: 2- 3)

与当年的泰国一样,在巨额利润的诱惑下,越南的商业银行将增量信贷大量投向房市和股市。金融扩张引发房地产和股票价格大幅上涨,资产价格的上涨反过来刺激以土地、股票为抵押的更多贷款的投放。信贷供给和资产价格之间形成的这一正反馈循环,最终造成越南史上最大的资产价格泡沫。越南股市从 2003 年 10 月 21 日的 133 点开始上涨,经过约 2 年的平台整理,从 2006 年起开始飙升,到 2007 年 3 月 12 日上涨到 1 170 点,涨幅达到 780%,超过当年的泰国股市。在房地产市场,越南经济中心胡志明市的房地产价格在 2007 一年上涨超过 50%,胡志明、河内等大城市房价在过去几年的总体涨幅与当年的曼谷相比,有过之无不及。

¹ 在作者最近访问越南与越南社科院有关学者座谈时,越南学者分析了越南经济今年面临的问题,他们认为导致通货膨胀的因素有二:其一是越南经济自身存在一些缺陷;其二是外国直接投资大量流入带来的压力。

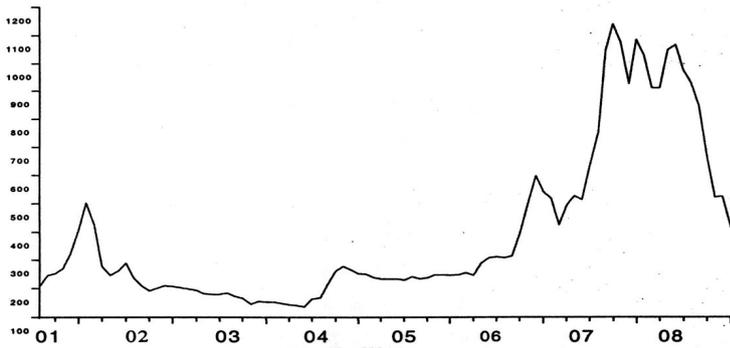


图1 越南 HCMC 指数

资料来源: CEIC。

随着资产价格上升,消费物价也逐渐攀升。越南的通胀率从2003年的不到3%急升至2004年秋的10%。此后几年,越南的通胀率虽略有下降,但仍处于高位。进入2007年,随着资产价格的暴涨和信贷投放的增加,通货膨胀再次抬头,到2007年10月资产价格达到高峰时,越南通胀率重返10%以上。尽管资产价格在10月后陷入滞涨并从2008年第一季度开始下跌,但国际大宗商品价格的飙升继续推动价格上涨。随着占CPI权重超过4成的食品价格同比增速从2008年4月份的34.1%上升至5月份的42.4%,越南5月份的通胀率高达25.2%,在亚洲各国中高居第二,仅次于斯里兰卡。

正如当年的泰国,由于越南的FDI多数流入非贸易部门,外商投资非但没有明显提升越南贸易品的国际竞争力,反而刺激了进口的更快增长。而钉住汇率制度下高通胀导致的实际汇率高估,使泰国的出口雪上加霜。2007年,越南的贸易赤字占到GDP的10%。2008前5个月,越南的出口增长速度为27.2%,高居东南亚国家首位,但越南的进口增速更快。今年1-5月,越南贸易逆差累计为144亿美元,超过去年全年124亿美元的贸易逆差,预计全年贸易逆差可能达到GDP的40%左右。如此严重的贸易失衡,在全球范围内都极其少见。

2007年9月之后,抑制通货膨胀成为越南宏观调控的重点。在缩减政府开支的同时,越南政府试图通过货币升值,减轻输入通胀压力。越南政府在2007年9月和2008年3月两次扩大越南盾兑外币交易的浮动幅度,此举使越南盾名义汇率升值约2.2%。然而,货币升值对于控制通胀完全无效,因为越南盾的升值幅度远远低于同期粮食和能源价格的上涨幅度。

在货币升值策略失败后,越南调控通胀的重点转向货币政策。2008年2月,越南中央银行提高再融资利率100个基点,5月19日再次大幅提高325个基点至12%,6月初又提高200个基点至14%。由于实际利率仍然为负,控制通胀的努力并未收到预期效果。之后,越南央行效法中国的做法,将商业银行的准备金率从10%大幅提高到12%,并强制商业银行购买大约13亿美元的国库券以收紧流动性。与此同时,越南政府同时对信贷投向加强了监管,要求贷款主要投向农业企业和出口商,而不是以前的房地产和旅游业。越南政府还计划在下半年通过公开市场冲销基础货币的扩张,将今年的信贷增长控制在30%以下。

上述政策的最终效果有待检验,但可以肯定的一点是,紧缩政策刺破了资产泡沫。利率的上升改变了投资者对越南经济和企业盈利增长的预期,原本对越南经济增长持乐观态度的基金和各类

其他投资者开始退出。2007年秋天,随着利率的上升,越南股市开始高位滞涨,经过几个月的震荡调整,越南股市在进一步的货币紧缩中大幅跳水。至5月30日,胡志明指数从高点跌去65%。房地产市场上,信贷的收紧和利率提高同样抑制了市场中的投机买卖,胡志明市房价自高位已经下跌75%,河内房价下跌接近50%。

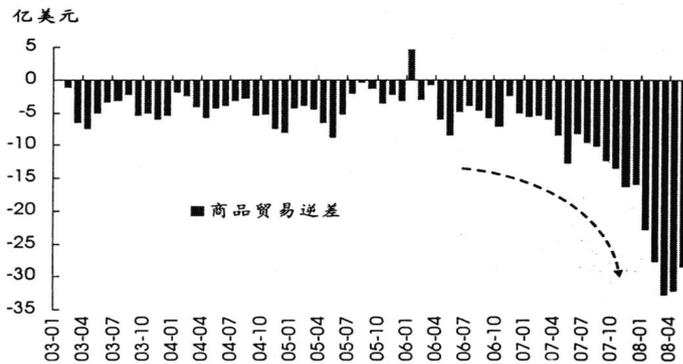


图 2: 越南的贸易逆差

资料来源: CEIC。

濒临失控的通胀、急剧恶化的外贸赤字和资产价格的崩溃,在越南外汇市场引发动荡。在通过货币升值控制通胀失败后,越南盾自今年3月下旬开始急跌,2个月内贬值2.6%。虽然越南官方的干预使越南盾汇率暂时稳定,但在离岸外汇市场,越南盾12个月远期汇率低于官方汇率超过30%。三大国际评级公司先后调低越南的信用评级展望,增添了市场对越南经济的悲观预期。

越南是否会重蹈泰国覆辙?

越南的经济困境与当年泰国危机存在一些具体“细节”上的不同。例如,泰国资本流入受到本国资本项目开放的推动,而其开放资本项目的目的在于发展金融业。越南没有完全解除资本管制,吸引外资是其模仿中国出口导向战略的核心内容。越南吸收的外资主要是直接投资,泰国则多为短期外债。泰国危机前的投资繁荣主要依靠外资和国内私人投资,越南的投资除了FDI之外,还受到政府投资的驱动。泰国的通胀受到过度信贷投放和资产泡沫的推动,越南也是如此,但财政赤字和大宗商品价格冲击的影响远较当年泰国严重。

抛开上述细节,在各个关键环节,“泰国危机综合征”的症状在越南仍然表现的非常明显。过去几年的大规模资本流入、资产泡沫、汇率高估,去年以来的高通胀、股市崩盘、楼市暴跌、外贸赤字和货币贬值压力都与1997年的泰国有着惊人的相似之处,这绝非偶然因素所致。事实上,在过去的几年中,越南政府在几乎所有关键问题上都未能避免当年泰国政府的错误:两国的经济发展计划都野心勃勃,但远不够缜密;两国都将吸引外资作为国家发展战略的中心,尽管资金流入形式不同,吸引外资中都包括大量投机套利资本;两国都以房地产业为支柱产业,都未能阻止外国投机套利资本流入房地产和证券市场;两国都未能有效控制货币供给并阻止信贷资金进入房地产市场和股市,结果造成资产泡沫的堆积;两国政府都醉心于由投资扩张和资产价格上涨推动的经济繁荣,对资产价格泡沫的风险视而不见;两国政府都未能警惕通货膨胀对本国货币实际汇率和贸易收支的影响,坐

视固定汇率下的长期通胀引起贸易收支恶化;当通胀变得不可收拾后,两国都被迫实行货币紧缩,结果导致资产泡沫的崩溃和银行坏账的增加。

与当年的泰国相比,今天的越南在某些方面要乐观许多。越南的外债在2007年末约为220亿美元,规模远小于危机前的泰国,且大部分为中长期债务,目前违约风险不大。越南短期外债占外汇储备比例仅为2%,也远低于危机前夕诸国的100%以上的水平。(石磊等,2008:15)在外部环境方面,亚洲各国间的双边和多边货币互换协议(清迈倡议)增强了区域抵御金融风险的能力。更重要的一点,由于次贷危机的爆发,全球对冲基金自顾不暇,引发泰国危机的投机性货币攻击至今没有发生。正因为如此,越南盾虽然一度出现贬值,但贬值的幅度很小(3%),严格来说货币危机并未发生。

然而,暂时未爆发危机,并不表明越南可以高枕无忧。越南目前宏观脆弱性显而易见:越南的通胀较之当年泰国更严重;越南的财政赤字占GDP的比重为4.9%,不如泰国稳健;外汇储备仅有区区100多亿美元,不到全部资本流入的三分之一,仅能维持3个月左右的进口用汇;汇率高估至今仍十分严重,外贸赤字有增无减。越南面临的不是一时的“流动性危机”,而是与泰国一样的经济结构性问题。由于市场对越南经济的信心持续低迷,发生货币金融危机的风险远未消除。

越南需要面对的最紧迫问题是恢复外部平衡。越南的出口在第一季度和第二季度已经受到全球经济放缓的影响。随着次贷危机在8月份转变为全球性经济危机,越南对美国 and 欧洲两大市场的出口(2007年占越南出口超过40%),将不可避免的大幅度下降。除非越南货币大幅贬值,短时间内提高出口竞争力几乎不可能。考虑实际汇率大幅高估,越南需要将本国货币汇率调整到具有竞争力的水平。然而,越南在汇率上面临艰难选择:一方面,调低汇率是克服外部失衡,避免发生大规模资本外逃的终极路径。另一方面,汇率调整充满风险,操作不当的话,不仅无法消除外部失衡,反而可能直接诱发资本外逃和货币危机。考虑上述困难,抑制国内支出是改善贸易收支为数不多的可行手段之一。越南政府必须控制财政赤字,控制投资和消费的过快增长,即使不得不为此而牺牲经济增长。

越南也必须努力抑制通货膨胀。通胀率的上升不仅扰乱投资和消费预期,也可能导致外部收支的恶化。越南政府已经着手实行紧缩的货币政策,但这主要针对前期过度的货币投放和信贷扩张,对由大宗商品上涨引起的价格上涨则未必有效。5月份,越南的CPI环比上涨了3.92%,6月份CPI环比上涨2.14%,涨幅较5月份略有回落。7月份以来,国际大宗商品价格持续回落,暂时使通胀压力有所缓解,但由于前期政府对食品、电、煤、水泥、钢铁等实施价格管制,消费价格回落的空间多大尚不可知。如果未来一年大宗商品价格出现大幅度反弹,越南国内的通胀仍有失控的风险。

实现资产价格的有序调整依然重要。越南的资产价格目前已经大幅度下跌,最近数月一度出现反弹,但与去年的高点相比,跌幅仍然十分巨大。现在需要担心的不是资产价格的再次膨胀,而是其再次崩溃。越南商业银行存在大量与股票、房地产相关的贷款,资产价格的进一步下跌,可能像当年泰国一样,使实体经济遭受重创,并增加银行体系的坏账,加大金融风险。而金融风险一旦和外部赤字产生共振,就可能在外汇市场制造恐慌,引起无法遏止的大规模资本外逃。

寻求国际援助,也是越南政府维持宏观经济稳定的关键。亚洲各国目前有大量的外汇储备,足以应对越南任何规模的资本外逃,这是越南逃避货币危机的最大希望。但目前清迈倡议体制的有效性尚未经过实践的考验,越南有必要加强与东盟和亚洲大国的沟通和协调,确保在本国遇到困难时,提供可信的救援承诺,则可以有效增强市场对越南盾的信心,并为其他政策调整措施的出台创造空间。¹

¹ 越南领导人今年6月访华,可以看作是寻求双边经济、政治合作的一次成功之旅。

上述各项目标,并非轻易可以实现。在不久的将来,越南可能将不得不面对一个复杂的、彼此矛盾的政策怪圈:为恢复外部平衡,并消除越南盾的贬值预期,有必要使越南盾大幅度贬值,但贬值必然加剧通胀,不贬值则将来可能留下资本外逃的隐患。为抑制通胀、恢复外部平衡,必须实行严厉紧缩政策,但这将打击资产价格,伤害金融体系,并引起持续的经济衰退。为阻止资产价格继续下滑而放松货币政策,通货膨胀和贸易赤字问题又势必恶化。由于各政策目标之间存在矛盾,通胀、资产价格、外部赤字,其中任何一个问题恶化,都将使宏观经济调控变得异常棘手。

次贷危机之后,国际金融格局正在发生变化,但这种变化是否足以降低越南的货币和金融风险,目前并不确定。越南的外部收支过于孱弱,外汇储备规模过小,外部冲击、通胀失控、资产价格崩溃、贸易收支恶化,都可能为国际资本做空越南盾、诱发资本外逃提供条件。未来对冲基金可能不会对越南盾直接发动攻击,但不能排除它们在将来通过其他方式做空越南盾。一旦美国摆脱经济危机,美元大幅度升值,国际资本开始从亚洲回流美国,对越南而言,危险就可能变得非常现实。

幸运的是,目前尚未出现资本大规模流出越南的迹象,当前的大环境对越南也相对有利:大宗商品市场价格正在回落,国际投机资本风光不再,包括中国在内的亚洲邻国拥有巨额的外汇储备,这一切有助于越南调整经济。但有一点必须明确,留给越南的调整时间其实并不很多,越南应该抓紧时间,积极、稳妥地调整内外失衡。如果不能抢在美元走强之前恢复经济健康,甚至在调整中出现政策失误或大规模外部冲击,越南以及区域内其他国家重蹈泰国覆辙的可能性就不能排除。

参考文献:

- 程定华等,2008:《历史的重演——越南危机评述》,安信证券投资策略周报,2008年6月16日。
- 巴曙松、吴昊、陈华良,2008:《热钱是否会通过FDI流入?》,http://www.ccwe.org.cn/journal/10/10.pdf。
- 何帆,2008:《阴晴越南》,RCIF Policy Brief No. 08044, CASS,2008年6月8日。
- 石磊等,2008:《越南的未来以及未来的越南》,中国银行全球金融市场部报告,2008年6月17日。
- Krugman, P. 1998, "Bubble, Boom, Crash: Theoretical Notes on Asia's Crisis", Mimeo.
- Sachs, Jeffrey D and Wing Thye Woo, 1999, "The Asian Financial Crisis: What Happened and What is to be Done." Harvard Institute for International Development and University of California at Davis, Jan 21.

[责任编辑:柳弘]

The Syndrome of Currency crisis in Thailand : Is Vietnam Following the Same Old Track?

CHEN Ping, WANG Yuzhu

(Economic and Management School, Dalian Maritime University, Dalian 116026, Liaoning,
Institute of Asia Pacific Studies, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing 100007)

Abstract: Based on the retrospect of the symptom and generative mechanism of 1997 Thailand currency crisis, this paper will focus mainly on the economic situation of Vietnam in the past few years. Our analysis shows that the economic embarrassment that Vietnam government has been facing since last year share the main characters with the syndrome of Thailand's Crisis. The future of Vietnamese economy is full of uncertainty. Whether Vietnam can be immune to currency or financial crises depends on Vietnamese government's ability to control inflation, adjust asset price orderly and improve balance of payments.

Key words: syndrome of Thailand currency crisis, Vietnam, asset bubble