



# 為替レートと貿易収支の調整過程

財務総合政策研究所総務研究部 研究官

木村 遥介\*1

## 1. はじめに

我が国では、為替レートが経済活動に対して影響を与えることが広く知られている。為替レートが円安であるほど、日本の輸出企業にとって有利であるように考えられる。なぜなら円安は、外国通貨建ての輸出品の価格を押し下げることによって、価格競争力を高めると想定されるからである。円安によって高められた価格競争力は、輸出数量の増大をもたらすだろう。また、円安は輸入価格を上昇させるので、輸入財に対する需要が減退し、輸入数量を減少させることが考えられるだろう。したがって、マクロレベルで見ると、円安方向への為替変動は貿易収支を改善させる効果を持つことが期待されるのである。

しかしながら、2012年11月頃から始まった円安方向への名目為替レートの変動は、マクロレベルでの純輸出の増加あるいは貿易収支の改善をもたらしていないように認識されていた\*2。それゆえ、近年の為替レートによる貿易収支の調整メカニズムが、うまく働かない原因について盛んに議論されたのである。

例えば、円安になったにも関わらず、外国通貨建ての輸出財価格が変わらなければ、価格競争力は変わらず、輸出財に対する需要も変わらない。このように為替レートの変化が貿易財価格に転嫁

(パススルー)されない場合、すなわち、輸出企業が外国通貨建てで輸出価格を安定させるような行動をとるとき、輸出財と輸入財の相対価格は変わらず、貿易収支に対する影響が小さくなると予想される。

また、日本企業は生産拠点を海外へと移転し、国際分業を拡大し続けてきた。その結果として、日本の貿易構造が変化し、為替レートと輸出・輸入の関係も変化した可能性がある。

本稿の目的は、近年の為替変動の貿易収支に対する影響について、近年の学術研究を読み解き、貿易収支の調整メカニズムが働かない要因について検討することである。また本稿では、どのような条件が成立しているときに、為替レートの変化が貿易収支に影響を与えるかという点に注目する。そのために、為替レートによる貿易収支調整を分析する伝統的な「弾力性アプローチ」を紹介する。そして実際の企業行動に注目したとき、このアプローチが直面する限界について説明する。

以降の節は、次のように構成されている。2節は、日本の貿易収支と為替レートの推移について簡単に振り返る。3節では、これらの変数の関係を分析する際に用いる伝統的なアプローチを説明する。4節では貿易収支と為替レートの関係が弱まる原因について、5節では生産拠点の海外移転

\*1) 本稿の作成にあたって、東京大学の植田健一准教授、財務省財務総合政策研究所の土井俊範所長、小平武史総務課長より有益な助言や示唆をいただいた。また同研究所の市村江里研究員には文献整理を補助していただいた。ここに記して感謝の意を表する。なお、本稿の内容や意見は全て筆者の個人的な見解であり、財務省及び財務総合政策研究所の見解を示すものではない。

\*2) 清水・佐藤(2014)および伊藤・清水(2016)を参照されたい。

との関係について説明する。最後に、6節を本稿のまとめとする。

## 2. 貿易収支と為替レートの推移

この節では、今まで為替レートと貿易収支がどのように変動してきたかを確認する。図1は、1996年から2016年までの円ドル名目為替レートを表している。1996年から2006年までの10年間、為替レートは100円から140円の範囲を推移していた。2007年8月、サブプライムローン問題が顕在化すると為替市場の変動性が大きくなり、円高方向へと変化し始めた。

2008年9月、アメリカの投資銀行であるリー

マン・ブラザーズが破綻したことに端を発して、世界的な金融危機が発生した。その後金融危機の影響が世界的な不況として現れるとともに、外国為替市場において円は持続的に増値し続け、一時は1ドル70円台を記録した。

図2は、同期間における輸出・輸入（年次データ）の推移を表している。貿易収支は、輸出から輸入を差し引いたものとして表される。輸出は海外部門の需要であるので、海外の景気が悪化すると輸出財に対する需要が減退し、輸出も減退する。金融危機直後の輸出入の低下は、世界的に景気が悪化したことを要因としている。

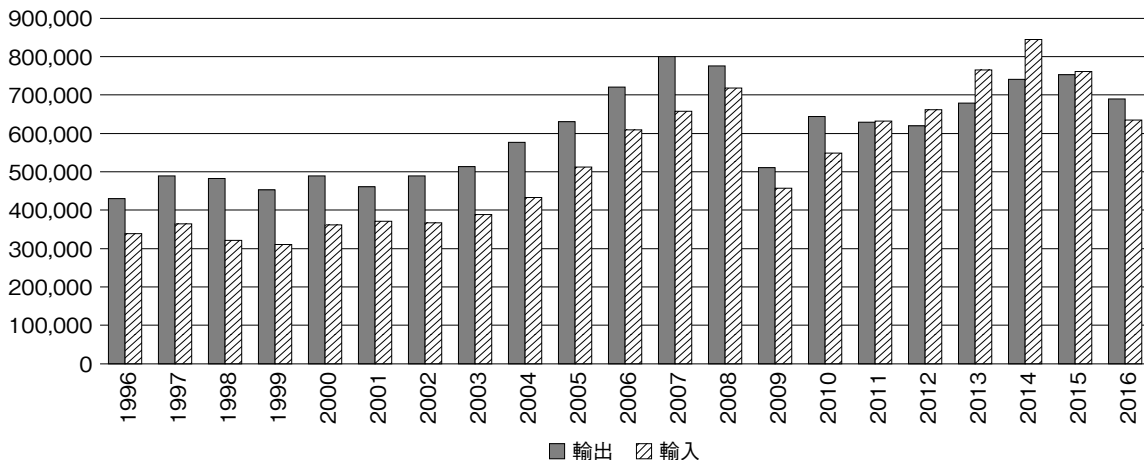
2011年以降、鉱物性燃料の輸入金額が増大し

図1 名目為替レート（円ドル）



(出所) Bloombergより筆者作成

図2 輸出・輸入の推移（単位：億円）



(出所) 財務省『国際収支総括表』より筆者作成

たことが、貿易収支悪化の原因の一つである。同じ時期に、鉱物性燃料のうち原油・液化天然ガス(LNG)の価格が高騰していたため、これらの輸入金額が増大したと考えられる。

2012年末、外国為替レートは円安方向へと転じ、100円前後で安定的に推移し始めた。円安になると、当初は輸入代金が増加し貿易赤字を計上するが、しばらくして輸出価格の低下により輸出数量が増加し、貿易収支が黒字へと改善する、いわゆるJカーブ効果ははたらくことが予想されていた。

しかしながら、年次データを見る限り貿易収支の赤字は2014年まで拡大を続け、2016年によろやく黒字へと転じた。円安への大きな変動だったにもかかわらず、貿易収支が改善するどころかしばらくの間赤字を記録したため、為替レートの貿易収支改善効果の有無についての議論が盛んに行われた。この議論において確かめられてきたことは、日本企業の価格設定行動や国際的な生産ネットワークのもとでは、円安局面においても貿易収支の改善が起りにくい可能性があるということである。

### 3. 貿易収支の調整メカニズム<sup>\*3</sup>

本節では、為替レートの貿易収支調整メカニズムを考察するために「弾力性アプローチ」について説明する。この分析方法は、輸出・輸入需要の価格弾力性に注目して、為替レートの変動が貿易収支に与える影響を分析する。ここでの需要の価格弾力性とは、価格が1%変化するとき、需要が何%変化するかを表す指標である。

簡単のため、2国間で貿易が行われている状況を考えよう。2国のうち一つの国を自国、もう一つを外国と呼ぶ。自国の(実質)貿易収支を $TB$ と表す。この貿易収支は、自国の輸出数量を $X$ 、外国財の輸入数量を $M$ として、次のように表される：

$$TB = P_x X - P_m M \quad (1)$$

ここで、 $P_x$ は自国通貨建ての相対的輸出価格であり、 $P_m$ は自国通貨建ての相対的輸入価格である<sup>\*4</sup>。

伝統的な弾力性アプローチでは、次のような仮定が置かれている：(1) 財の価格は生産された国の通貨で固定されている。(2) 輸入財の価格は外国通貨建ての価格を為替レートで変換したものである。一つ目の仮定は、自国で生産された財を輸出するときの自国通貨建ての価格は、為替レートが変化しても変わらないことを意味する。また二つ目の仮定は、外国通貨建ての輸入価格が固定されているので、為替レートの変化が自国通貨建ての輸入価格にすべて転嫁されることを意味する。

この設定の下で、(1)式を次のように書き直すことができる。

$$TB = P_x X - e P_m^* M \quad (2)$$

ここで、 $e$ は実質為替レート、 $P_m^*$ は外国通貨建ての輸入価格を表す。 $e$ の上昇は、実質為替レートの減価を表す。また一つ目の仮定により、生産国の通貨で測った財の価格である $P_x$ と $P_m^*$ は一定である。したがって、為替レートの変化が貿易収支に与える影響を調べるためには、為替レートの変化に対する輸出数量( $X$ )および輸入数量( $M$ )の変化の大きさを知ることが必要であることがわかる<sup>\*5</sup>。より詳細に言えば、為替レートが1%変化したときに輸出数量が何%変化するかを表す指標を「輸出の価格弾力性」、輸入数量が何%変化するかを表す指標を「輸入の価格弾力性」と呼び、貿易収支の変動はこれらの大きさに依存する。

為替レートが変化するとき、輸出数量と輸入数

\*3) ここでの議論は、Rose (1991)、高木 (1993, 2011) を参考にしている。またObstfeld and Rogoff (1996) に代表される「新しい開放マクロ経済学」は、観測されたデータと整合的な仮定が導入されたモデルを構築し、本稿で扱っている問題について議論している。詳細についてはオブストフェルド (2002) を参照されたい。

\*4) 「相対的」という言葉は、国内で生産された財に対するその国の輸出財の相対価格を表すために使われている。

\*5) 輸出・輸入数量は、輸出国・輸入国の所得 (GDP) に依存するが、本稿では省略する。

量はどのように変動するだろうか。例として、自国の通貨が減価 ( $e$ が上昇)する場合を考えよう。為替レートの減価によって、外国通貨で計測した輸出価格 ( $P_x/e$ ) が下落すると、価格競争力が高まるので外国における需要が増大し、輸出数量 ( $X$ ) は増大する。他方、自国通貨で測った輸入価格 ( $eP_m^*$ ) は上昇するので、輸入品に対する需要が減退し、輸入数量 ( $M$ ) は減少する。財の価格  $P_x$  と  $P_m^*$  は変化しないと仮定しているので、輸出数量と輸入数量に影響を与えるのは、為替レートの変化のみである。以上の関係をまとめると、為替レートが減価するとき、輸出数量は増加し、輸入数量は減少する。

それでは、(2) 式で表される貿易収支は為替レートの変化に対してどのように反応するだろうか。(2) 式の第2項は、輸出数量に自国通貨建ての輸入価格をかけたものであるが、その輸入価格には為替レートが含まれている。為替レートの減価は、輸入価格の上昇を通じて貿易収支を悪化させる効果も持っている。したがって、輸入は、数量ベースでは減少するが、輸入価格を考慮すると増加するか減少するかわからない。

以上の議論からわかるように、為替レートの変化には2つの効果があることがわかる。1つは「数量効果」であり、弾力性が表すように為替レートの変化によって輸出入の数量が変化する効果である。もう1つは「価格効果」であり、為替レートの変化が輸入総額 (輸入数量に相対的輸入価格を乗じたもの) を増大させる効果である。したがって、為替レートの減価が貿易収支を改善させるかどうかは、この2つの効果のどちらが大きいかに依存する。

通貨価値の下落が、貿易収支の改善をもたらす条件を考えよう。輸出や輸入の実質為替レートの変化に対する感応度を表す価格弾力性が、次の「マーシャル・ラーナーの条件\*6」を満たすとき、自国通貨の減価は、自国通貨建ての貿易収支を改善させる：

$$\text{輸出の価格弾力性} + \text{輸入の価格弾力性} > 1$$

この条件を簡潔に説明しよう。為替レートが1%減価したときに、輸入金額が1%上昇するので自国通貨建ての貿易収支は1%悪化する。貿易収支が改善するためには、収支の悪化を相殺するだけの輸出数量の増加と輸入数量の減少が必要であり、輸出数量の弾力性と輸入需要の弾力性の合計が1を超える必要がある。したがって、貿易収支が改善するためには、この二つの弾力性が十分に大きくなってはならない。

### 3.1 Jカーブ効果

為替レートの変化は、輸出数量・輸入数量に影響を与えるが、この影響が現れるまでには時間がかかることが知られている。一般的に輸出や輸入の契約は取引の数ヶ月前に行われており、為替レートの変化は数量にすぐさま影響を与えない。つまり円安になっても輸出・輸入数量はすぐには変化しない。他方、輸入価格は上昇するので貿易収支は悪化する。しばらくすると為替レート変化後の相対価格で輸出・輸入契約を行うことになるので、貿易収支が徐々に改善していく。

このように為替レートの減価が、短期的には貿易収支の悪化をもたらすが、長期的には貿易収支の改善をもたらす現象は、「Jカーブ効果」と呼ばれる。Jカーブ効果は、マーシャル・ラーナーの条件が短期的には満たされないことで生じると考えられる。

経済学者たちは、マーシャル・ラーナー条件が満たされているかを確かめるために、輸出・輸入需要の価格弾力性をそれぞれ推計してきた。これらの研究では、為替レートの貿易収支改善効果はすぐには現れないことが予想できるので、短期と長期の価格弾力性が推定される。Chinn (2013) は、1990年から2012年までのデータを用いて、日本の輸出・輸入の弾力性について分析している。Chinn (2013) は、推定の定式化に依存するが、少なくとも長期的には価格弾力性がマーシ

\*6) マーシャル・ラーナーの条件の導出は、Krugman et al. (2015) や勝 (2011) などを参照されたい。

ヤル・ラーナー条件を満たしていると主張している。しかし、過去の実証研究と比較すると、価格弾力性が低下していることを指摘することができる。

清水・佐藤（2014）はJカーブ効果について実証分析を行い、その効果が近年では観察されなかったことを報告している\*7。具体的には、彼らはサンプルを前期（1985年1月から1998年12月）と後期（1999年1月から2013年9月）に分けて、為替相場の貿易収支に対する短期・長期的な影響を推定している。前期では、長期的には円安が貿易収支を改善させるという結果が得られた。他方、後期ではJカーブ効果が見られず、為替レートの減価が貿易収支の改善効果が確認されなかったと報告している。

弾力性アプローチでは、マーシャル・ラーナーの条件が満たされないとき、すなわち輸出・輸入需要の価格弾力性が十分に大きくないときに、為替レートの貿易収支調整効果が得られないという結論が導かれる。一方で、自国通貨建ての輸出価格に関する仮定が満たされていない可能性がある。次節では、この仮定に注目して、為替レートの貿易収支調整が起こりにくいことについて議論する。

## 4. 不完全なパススルーと市場別価格設定

3節における議論では、自国通貨建て輸出価格は一定であり、為替レートの変化が外国通貨建て輸出価格に100%転嫁（パススルー）されるような状況を考えていた。しかし現実には、外国通貨建て輸出価格に為替レートの変化が完全にパススルーされているわけではないという事実が確かめられてきた\*8。為替レートのパススルーが不完全

である状況では、為替レートが変化しても貿易数量を決定する相対価格に影響を与えないため、貿易数量の変化が限定的になることが予想される。

為替レートの不完全なパススルーは、企業が輸出先の市場の競争の激しさに応じて価格を設定する結果として生じる。このような輸出企業が市場ごとに差別的な価格を設定する行動を市場別価格設定（pricing-to-market；PTM）という。PTMのもとでは、例えば米国に輸出している日本の輸出企業が、たとえ円がドルに対して増価しても、輸出財のドル建て価格を大きく上昇させない可能性がある。それと同時に、日本の輸出企業は米国でのシェアを維持するために、円建ての価格を引き下げて、米国での販売のマークアップを縮小させる可能性がある\*9。

Marston（1990）は、1980年代の日本企業の輸出行動について実証分析を行い、日本の輸出企業がPTM行動を示すことを確認している。日本企業によるPTM行動は1980年代から存在していたということだ。もし日本企業の為替レートの外国通貨建て輸出価格へのパススルー率が、以前と比べて小さくなっているならば、貿易収支調整が過去と比べて起こりにくくなった可能性がある。

それでは実際に、外国通貨建て輸出価格に対するパススルー率は低下したのだろうか。Ceglowski（2010）は、1980年から2007年までのデータを用いて、日本の円建て輸出価格に対する為替レートのパススルーが上昇していることを示している。ここで注意が必要であるが、円建て輸出価格に対するパススルーの上昇は、輸出相手国通貨建ての輸出価格へのパススルーは低下していることを意味する。Ceglowski（2010）は輸出財全体とともに産業ごとのパススルー率の推定も行い、

\*7) Bahmani-Oskooee and Ratha（2004）は、Jカーブ効果に関する実証研究の文献を包括的にまとめている。実証研究における分析結果は、推定期間・推定方法によって異なる。例えば、Rose and Yellen（1989）は、1980年代においてもJカーブ効果が存在する実証的証拠は少ないことを主張している。

\*8) 為替レートのパススルーに関する代表的な研究として、Campa and Goldberg（2005）がある。この研究以降の実証研究では、輸入価格のパススルーを計測することが多い。

\*9) Dornbusch（1987）は、外国の輸出企業と国内の生産者が競合している市場環境では、為替レートの輸入価格に対するパススルーが不完全になることを示している。Krugman（1987）も市場別価格設定の理論的な発展のうえで重要な文献である。

特に電気機械産業と輸送機械産業において、円建て輸出価格へのパススルーが上昇していることを報告している。

佐々木 (2013) は、1988年から2008年における日本の自動車産業の輸出価格と為替レートの関係を分析している。サンプルを1988年から2000年までの前期と、2001年から2008年の後期の二つの期間に分けて推定すると、後期の方が円建て輸出価格は為替相場の影響を大きく受けること、すなわち外国通貨建ての輸出価格へのパススルーを抑える傾向があることを示している。また佐々木 (2013) は、発展途上国と比べて先進国への輸出において現地通貨建て価格への為替レートのパススルーが小さくPTMが見られることが示されており、先進国では競争が激しく価格を変えられないためだと説明している。

以上のように、産業によっては外国通貨建て輸出価格へのパススルーの低下が観察されている。海外市場での競争が激化した結果として、為替レートの外国通貨建て輸出価格へのパススルーが低下している可能性がある。パススルーの低下は一部の産業に限られるかもしれないが、為替変動の貿易収支調整効果が低下したことの原因の一つとして考えることができるだろう。

## 5. 企業の生産ネットワークと輸出入

もうひとつの論点として、日本企業の国際的な生産ネットワークの展開に注目しよう。1990年代以降、日本企業は直接投資を急速に拡大させてきた。海外直接投資を促進する要因として、進出先の市場規模や低い投入コストなど、さまざま存在することが知られている。もちろん為替相場も関連しており、実質為替レートの増価は海外進出を促進する効果を持つ<sup>\*10</sup>。金融危機後の円高局面においても、日本企業の海外直接投資は拡大した。

ところで、企業が生産拠点を海外へ移転すると、日本の輸出入に対してどのような影響がある

だろうか。これは海外直接投資の性格に依存するが、ここでは日本企業が東アジアを中心に拡大させてきた「ネットワーク型直接投資」に注目しよう。

ネットワーク型直接投資は、海外の生産拠点から中間財を輸入し、それを用いて生産した製品を他国に輸出するパターンを持つ。例えば、中間生産物である部品を海外から輸入し、日本国内で付加価値の高い最終生産物を生産し、海外へと輸出するような形態が考えられる。このような生産ネットワークの下では、輸出と輸入が密接に関連している。すなわち輸出財の増加が中間財の輸入を増やすような貿易パターンを示す。もし為替レートの減価が輸出数量の増大をもたらしていても、生産に必要な中間財の輸入が増大するので、輸出入の変化が一部相殺される可能性がある。このような輸出・輸入の相互関係は、弾力性アプローチでは明示的に扱わなかった関係である。

清水・佐藤 (2014) は、2013年の輸入額の伸びを品目別に調べ、工業製品輸入の増加が貿易赤字拡大の一つの要因であると指摘している。また詳細な品目データを見ることによって、部品の輸入額が伸びていることを確認している。彼らは、これらのデータをもとにして、日本企業の生産ネットワークの構築により、工業製品の輸出増は同時に海外拠点からの部品輸入の増加を伴うので、円安による貿易収支改善効果が起こりにくい構造になっていると推論している。

## 6. おわりに

本稿では、為替レートと貿易収支の関係について議論した。日本の貿易収支は長期間にわたって黒字を計上してきた。世界金融危機後、為替相場は円高を維持し、日本の輸出企業にとって非常に困難な時期となった。2011年、鉱物性燃料の輸入金額増加によって、ついに貿易収支は赤字となった。2012年末、為替レートは円安方向へと急激に変化し始め、輸出企業にとっての好環境が訪れたと思われた。ゆえに、為替レートの減価はし

\*10) 日本企業の海外直接投資に関する議論は、清田 (2015) を参照されたい。

ばらくの間は貿易収支を悪化させるとしても、長期的には貿易収支を改善させると予想されたのである。しかしながら貿易収支はなかなか改善せず、為替レートと貿易収支の関係について盛んに議論された。

伝統的な弾力性アプローチにおいて、為替レートの減価が貿易収支を改善させるために満たされるべき条件がある。すなわち、輸出・輸入の価格弾力性が十分に大きいとき、為替相場の原価は貿易収支を改善させる。しかし、弾力性アプローチでは、為替レートの変化が輸出財・輸入財の相対価格に転嫁されるという重要な仮定が存在した。相対価格が変化するとき、輸入財と国内で生産された財の間で支出が切り替えられることが、貿易収支が調整される重要なプロセスなのである。

しかしながら、為替レートが変動しても貿易財の価格がそれに連動して変化しないことが観察された。これを為替レートの不完全なパススルーと呼んだ。例えば、輸出先の市場において競争が激しい場合、輸出企業は現地通貨建ての価格を変化させないような行動を選択しうる。このような状況では、輸出企業は輸出先ごとに異なる価格を設定するようなPTM行動をとる。実際、多くの実証研究によって、日本の輸出企業が、為替レートの変動を貿易財の価格に転嫁しないことやPTM行動を取っていることが確かめられてきた。

企業のPTM行動や不完全なパススルーは、為替レートの変化が貿易収支に及ぼす影響を小さくする可能性がある。なぜなら不完全なパススルーは、貿易数量に影響を与える相対価格の変化を小さくするため、数量変化が限定的になるからである。このように考えると、円安へ為替レートが変化しても、貿易収支の改善が進まないということが考えられるのである。

また日本企業は海外直接投資によって、海外へと事業を展開してきた。その一つが生産拠点の移転と生産ネットワークの構築である。生産ネットワークにおいて、企業が輸出入を行うことで、輸出・輸入数量は複雑な関係を持つことになり、為替レートの輸出入に対する影響が小さくなった可能性がある。

日本の輸出企業が直面する国際マクロ経済環境は変化し続けてきた。その一つが為替レートである。国際的に活動する企業は、為替変動のリスクにさらされ続けてきた。もちろん為替リスクに対応するために、日本企業は生産ネットワークにおける貿易建値通貨の選択や価格設定を戦略的に行ってきただろう。その結果、日本の貿易構造も変化してきた。したがって、伝統的なアプローチが想定していた経済環境と比較すると、為替レートと企業の輸出・輸入、そして貿易収支の間には、より複雑な関係を想定しなければならないことが容易に想像できる。為替レートと貿易収支について議論する際には、企業の行動や国際経済環境を常に考慮しなければならない。

#### 参考文献

- [1] 伊藤隆敏・清水順子 (2015), 「国際マクロから考える日本経済の課題」, 藤田昌久 (編) 『日本経済の持続的成長—エビデンスに基づく政策提言』 東京大学出版会, 第2章, 57-89.
- [2] オブストフェルド, モーリス (2002), 「為替レートと調整過程: 新しい解法マクロ経済学の視点から」, 日本銀行金融研究所, 『金融研究』第21巻第4号, 46-76.
- [3] 勝悦子 (2011), 『新しい国際金融論—理論・歴史・現実』, 有斐閣.
- [4] 清田耕造 (2015) 『拡大する直接投資と日本企業』, NTT出版
- [5] 佐々木百合 (2013), 「日本の自動車輸出価格への為替相場のパススルーとマーケットパワー」, RIETI Discussion Paper Series 13-J-052
- [6] 清水順子・佐藤清隆 (2014), 「アベノミクスと円安, 貿易赤字, 日本の輸出競争力」, RIETI Discussion Paper Series 14-J-022.
- [7] 高木信二 (1993), 「変動為替レートと経常収支調整—貿易財価格を巡る1980年代の経験と理論的発展」, 日本銀行金融研究所, 『金融研究』第12巻第1号, 11-23.
- [8] 高木信二 (2011), 『入門 | 国際金融』第4版, 日本評論社.
- [9] Bahmani-Oskooee, M., and A. Ratha (2004), "The J-curve: a literature review." *Applied economics*, 36 (13), 1377-1398.
- [10] Campa, J. M., & L. S. Goldberg (2005), "Exchange Rate Pass-through into Import Prices." *The Review of Economics and Statistics*, 87 (4), 679-690.
- [11] Ceglowski, J. (2010), "Has pass-through to export prices risen? Evidence for Japan." *Journal of The Japanese and International Economies*, 24 (1), 86-98.

- [12] Chinn, M. D., (2013), "Export and Import Elasticities for Japan : New Estimates." La Follette School Working Paper No.2013-004, University of Wisconsin-Madison.
- [13] Dornbusch, R. (1987), "Exchange Rate and Prices." *American Economic Review*, 77 (1), 93-106.
- [14] Krugman, P. R. (1987) "Pricing to Market When the Exchange Rate Changes," in S. W. Arndt and J.D. Richardson (Eds.), *Real-Financial Linkages among Open Economies*, Cambridge MA : MIT Press.
- [15] Krugman, P. R., M. Obstfeld and M. J. Melitz (2015). *International economics : Theory and policy*, 10th edition. Pearson Education.
- [16] Marston, R.C. (1990), "Pricing to market in Japanese manufacturing." *Journal of International Economics*, 29 (3-4), 217-236.
- [17] Obstfeld, M., and K. Rogoff (1996), *Foundations of International Macroeconomics*, Cambridge, MA : The MIT Press.
- [18] Rose, A. K., and J. L. Yellen (1989). "Is there a J-curve?" *Journal of Monetary Economics*, 24 (1), 53-68.